

UNIVERSITÉ D'ORLÉANS

ÉCOLE DOCTORALE « ED 617 - Sciences de la Société : Territoires, Économie, Droit (SSTED) »

LABORATOIRE VALLOREM EA6296

THÈSE présentée par : JOSEPH-DENIS NJAYOU OYONG

soutenue le : 05 janvier 2023

pour obtenir le grade de : **Docteur de l'Université d'Orléans**

Discipline/ Spécialité : Sciences de Gestion

ÉTUDES DES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DU FINANCEMENT PARTICIPATIF PAR CAPITAL : UNE APPROCHE PAR LA FINANCE COMPORTEMENTALE

THÈSE dirigée par :

Monsieur ONNÉE Stéphane

Professeur des Universités, Université d'Orléans

Co-encadrée par :

Monsieur ZOUKOUA Éric-Alain

Maître de conférences, Université d'Orléans

Madame CALMÉ Isabelle

Maîtresse de conférences, Université de Tours

RAPPORTEURS :

Madame BOUAISS Karima

Professeure des Universités, Université de Lille

Madame HAMELIN Anaïs

Professeure des Universités, Sciences Po Strasbourg

PRÉSIDENTE DU JURY :

Madame RENAULT Sophie

Professeure des Universités, Université d'Orléans

JURY :

Monsieur ONNÉE Stéphane

Professeur des Universités, Université d'Orléans

Madame BOUAISS Karima

Professeure des Universités, Université de Lille

Madame HAMELIN Anaïs

Professeure des Universités, Sciences Po Strasbourg

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

*À ma grand-mère Ntentié Rhode,
merci pour tes encouragements et
tes prières.*

Remerciements

Ma thèse de doctorat a été un voyage de défis, de peines et de joie durant lequel de multiples personnes proches et lointaines m'ont accompagné par leur disponibilité, leurs conseils, leurs prières, leurs compétences. Je tiens ici à les remercier.

Mes premiers remerciements vont à mon directeur de thèse le professeur Onnée Stéphane et à mes encadrants, Monsieur Zoukoua Écric- Alain et Madame Calmé Isabelle. En m'acceptant comme doctorant, vous m'avez offert la possibilité de réaliser un objectif de vie et d'être fier de ce que j'ai entrepris. Vos conseils et recommandations sont les canevas qui ont permis que je puisse réaliser ce travail de recherche. Vous avez eu confiance en moi, je vous remercie grandement pour cela.

Mes remerciements vont également à l'endroit des professeures Bouaïss Karima et Hamelin Anaïs, qui ont bien voulu évaluer mon travail de recherche en tant que rapporteuses ; ainsi qu'au professeure Renault Sophie qui a accepté de présider à mon jury de thèse. Je les remercie pour cet honneur.

L'éducation d'un enfant et sa réussite dépendent avant tout de l'implication de ses parents. Aujourd'hui, je n'ai pas de mots pour exprimer la force, l'entrain, l'amour, la patience, les prières et l'investissement sentimental, moral et financier que ma Maman PASSAH FLORENCE HORPA et mon Papa AYONGO AMBROISE ont mis en œuvre pour que je puisse arriver à réaliser cette thèse. Je ne cesse de remercier le Seigneur notre Dieu d'avoir permis que je puisse avoir des parents aussi dévoués dans mon éducation et mon bien être. Vos appels téléphoniques quotidiens ont permis à ce que je puisse toujours avoir le moral et que je puisse garder le cap. Cette thèse est également la vôtre. Je vous dis merci pour tout. Que le Seigneur vous bénisse.

Grande sœur Christelle Ntetmbu, je n'ai eu cesse de suivre tes pas et essayé de faire aussi bien que toi. Tu m'as montré le chemin de la discipline et de la simplicité. Je tiens à te remercier pour ton écoute et ta disponibilité en tout temps. Merci d'avoir relu ma thèse, c'était long, mais ta contribution a été très importante. Je te remercie beaucoup, que le Seigneur te bénisse.

J'exprime ma reconnaissance à la grande Famille AYONGO et la grande Famille MFOSSI. Durant la période 2018-2019 qui nous a éprouvés, vous avez apporté à mes parents et tout particulièrement à maman un soutien indéfectible. Vos actions m'ont soulagé et ont permis à ce que je puisse continuer à travailler sereinement. Que la grâce du Seigneur soit toujours avec vous.

Mes remerciements vont également à l'endroit de Diane Firida, ta gentillesse, ton aide, ton écoute et tes conseils ont énormément contribué à ce que je puisse avancer. Merci, sois béni.

Ma Grande amie de tous les temps Julie Biao, voilà j'ai écrit une thèse de doctorat. Je me souviens encore quand tu m'accompagnais déposer mon dossier d'inscription en première année, merci pour tes encouragements quotidiens. Merci pour tout le temps que tu as pris à écouter et à essayer de comprendre tout le charabia d'explications sur mes recherches lorsque j'étais perdu. Vu que tu as longuement écouté mes explications sur ma thèse, on peut dire que tu es un peu docteur ou doctoresse ☺bref, c'est la même chose. Merci beaucoup.

Comment ne pas saluer tous mes amis, Hugues Tamdem, Brice Djaleu, Christian Djaleu, Fabrice Nomo, Anders Ngan, Martial Atangana, Nina Kamo, Amivi Kalu, Laetitia Ebiné, Kevin Mbétibanga, Mohamed Dambaba, Ibra Mbengue, Boris Camara, Jules. Vous avez toujours été disponible pour moi. Vous avez permis à ce que je puisse garder un lien social durant ce parcours, je vous remercie pour cela.

Mes remerciements vont également à Koffi Agbokanzo, tu m'as tenu la main pour me montrer comment être un bon doctorant. Tu m'as ouvert la porte de l'enseignement et aidé dans mon travail de thèse. Je te remercie énormément pour cet accompagnement. Adeline Mbassi, merci pour tes conseils avisés et tes orientations, ils m'ont permis d'être un vaillant doctorant. M. Joseph Kaswengi, je vous remercie d'avoir pris de votre temps pour lire mon travail et m'aider dans ma méthodologie quantitative. Merci à vous, professeure Sophie Renault pour vos encouragements.

Je ne peux oublier mes amis et collègues du laboratoire Vallorem. Merci à Bernard Bako Liba pour tes conseils techniques et pratique au quotidien, et pour nos discussions enrichissantes au laboratoire. Merci à Samy Mansoury pour la lecture de mon document et les conseils pratiques. Mes remerciements vont également à l'ensemble des membres de l'équipe Vallorem et du personnel administratif de l'IAE d'Orléans qui m'ont bien accueilli.

Je remercie également les 283 personnes qui ont répondu à mes différents questionnaires de recherche.

Résumé

ÉTUDES DES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DU FINANCEMENT PARTICIPATIF PAR CAPITAL : UNE APPROCHE PAR LA FINANCE COMPORTEMENTALE

Objectif : Notre thèse a pour objectif de mettre en évidence les facteurs comportementaux (cognitifs et affectifs) et informationnels qui affectent l'intention d'investissement chez les investisseurs particuliers présents sur le marché du financement participatif par capital.

Méthodologie : cette thèse est divisée en deux grandes parties. Dans la première partie, nous menons une revue de littérature sur le financement participatif et la finance comportementale. Puis, deux études exploratoires à visée interprétative sont faites pour approfondir le sujet. Une première étude est menée avec des entretiens semi-directifs auprès de 17 investisseurs particuliers. Une deuxième étude est réalisée sur la base de l'exploitation de 4 080 témoignages extraits d'un site de financement participatif par capital. La deuxième partie de la thèse est à visée confirmatoire avec une démarche hypothético-déductive. Elle vient confirmer certains résultats de l'étude exploratoire. Dans cette partie, une troisième étude est menée auprès de 266 investisseurs particuliers présents sur le marché du financement participatif par capital. Les données sont traitées par des équations structurelles à partir du logiciel SPSS & AMOS IBM21.

Résultats : nos résultats font émerger la confiance chez les investisseurs particuliers comme une variable qui contribue à l'intention d'investissement. Elle permet de réduire la complexité et l'incertitude dans les relations. Elle se bâtit à la fois sur l'expérience avec les autres, sur le fait que les plateformes financement sont crédibles, et elle est tributaire du comportement psychologique des investisseurs. Cette confiance est affectée positivement par des facteurs cognitifs comme le biais d'excès de confiance, la familiarité à l'investissement, la disposition à faire confiance. Enfin, le biais de suivisme et le biais d'affinité ont également été mis en étude. Bien que ces deux derniers soient présents chez les investisseurs particuliers, ils n'ont pas concordé avec notre modèle.

Implications théoriques et pratiques : théoriquement, nous corroborons l'existence et l'effet des biais comportementaux sur les décisions financières, notamment sur le marché du financement participatif par capital. De manière pratique, nous montrons que les décisions des investisseurs sur le marché du financement participatif par capital sont guidées par des affinités à certains projets et par un excès de confiance quant à leurs compétences.

Originalité : notre thèse a pour originalité de proposer un modèle d'intention d'investissement/d'achat qui prend sa source à la fois dans la littérature du commerce en ligne, et dans celle de la finance comportementale. En effet, notre modèle montre que la confiance a un effet significatif sur l'intention d'investissement/d'achat sur les plateformes de financement participatif par capital comme sur les plateformes de commerce en ligne. Enfin, elle est affectée positivement des biais comportementaux.

Mots clés : financement participatif par capital, *Equity crowdfunding*, finance comportementale, biais comportementaux, *crowdfunders*.

Table des matières

Table des matières	IX
Liste des tableaux	XIV
Liste des figures	XVII
Liste des acronymes	XIX
Introduction générale.....	1
Attendus de la recherche, problématique et questions de recherche	3
Posture épistémologique et méthodologique.....	7
Thèse partie 1 : recherche exploratoire, une posture interprétativiste.....	10
Thèse partie 2 : recherche confirmatoire, une posture post-positiviste	12
Structure de la thèse.....	14
Introduction première partie	21
Chapitre 1 : État des lieux du marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	23
Introduction du chapitre 1	23
1. Le financement participatif ou <i>crowdfunding</i> et ses différentes formes.....	24
1.1 Définitions du financement participatif.....	24
1.2 Les plateformes de <i>Crowdfunding</i> revêtent un caractère de commerce électronique	26
1.3 Les différentes formes du financement participatif.....	27
1.4 Le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i> répond aux besoins des entreprises en recherche de financement	36
1.5 Les acteurs de l'écosystème d'affaire du marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	40
2. La législation qui encadre le marché de l' <i>Equity-crowdfunding</i> en France, en Angleterre et aux États unis	49
2.1 La législation entourant le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i> en France.....	49
2.2 La législation entourant le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i> en Angleterre	54
2.3 La législation entourant le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i> aux États-Unis.....	55
2.4 Discussion sur la législation entourant le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	57
3. Le modèle économique : les plateformes de financement bifaces du marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	60
3.1 Fonctionnement d'un marché biface	60
3.2 L' <i>Equity-crowdfunding</i> : un marché biface	62
3.3 Discussion sur modèle économique des plateformes d' <i>Equity crowdfunding</i>	66
Conclusion du chapitre 1	68
Chapitre 2 : Le comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	69
Introduction du chapitre 2	69
1. Profil et comportement des investisseurs individuels en France	72

2. Les différents types d'investisseurs et leurs expertises sur le marché de l'<i>Equity-crowdfunding</i>	75
2.1 Les différents investisseurs présents sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	76
2.2 L'investisseur expert ou client professionnel au sens de l'Autorité des Marchés Financiers	78
2.3 Une expertise forgée par la pratique de l'investissement	79
3. Les motivations des investisseurs particuliers à participer à une campagne de financement en <i>Equity crowdfunding</i>	82
4. Les critères soutenant les choix des investisseurs particuliers sur le marché de l'<i>Equity crowdfunding</i>	85
Conclusion du chapitre 2	88
Apports de la littérature	88
Limites de la littérature	88
Théoriser le comportement des investisseurs particulier sur le marché de l'ECF ..	89
Chapitre 3 : Finance comportementale et investisseurs particuliers : asymétrie d'informations, relation d'agence et biais comportementaux sur le marché de l'<i>Equity crowdfunding</i>	90
Introduction du chapitre 3	90
1. L'asymétrie d'informations et le difficile accès au financement pour les jeunes entreprises	91
1.1 Les raisons d'une forte asymétrie d'informations en <i>Equity crowdfunding</i>	91
1.2 L'asymétrie d'informations rend également difficile l'accès au financement pour les jeunes entreprises	92
1.3 Coûts associés à l'asymétrie d'informations	93
2. Quelques moyens pour réduire l'asymétrie d'information en <i>Equity crowdfunding</i> ..	95
2.1 Suivre le modèle des Business Angels	95
2.2 Favoriser la divulgation d'informations	96
2.3 La sagesse de la foule	98
2.4 Les intermédiaires de confiance ou de réputation	99
2.5 Les signaux et tierces parties	99
3. La relation d'agence sur le marché de l'<i>Equity crowdfunding</i>	101
3.1 Relation d'agence entre les investisseurs et les porteurs de projets	101
3.2 Résoudre les problèmes d'agence sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	103
3.3 Synthèse : de la rationalité limitée à l'asymétrie d'information vers les heuristiques et biais comportementaux	103
4. Finance comportementale une application au marché l'<i>Equity crowdfunding</i>	105
4.1 Définition de la finance comportementale	105
4.2 La finance comportementale l'antithèse de la finance classique	108
4.3 Apports de la finance comportementale à la finance classique : la théorie des perspectives	113

4.4 Apports de la finance comportementale à la finance classique : les heuristiques de jugement et biais cognitifs.....	116
4.5 Quelques heuristiques de jugement et les biais comportementaux	122
4.6 Énumération de quelques biais comportementaux et heuristiques étudiés en finance	123
5. L'inefficience du marché de l'<i>Equity crowdfunding</i> : une source de biais comportementaux	125
6. Quelques biais comportementaux affectant les <i>crowdfunders</i>.....	126
6.1 Le biais géographique sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	126
6.2 Le biais de suivisme sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	128
6.3 Le biais des chiffres ronds sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	131
6.4 Le rôle de l'affect dans les choix d'investissement sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	131
Conclusion du chapitre 3	132
Positionnement de notre travail de recherche à la suite de la revue de littérature	133
Chapitre 4 : Études exploratoires du comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'<i>Equity crowdfunding</i>	134
Introduction du chapitre 4	134
1. Méthodologie de recherche : étude exploratoire 1	137
1.1 Première approche : une collecte de données difficile	137
1.2 Deuxième approche : prise de contact par les réseaux sociaux.....	137
1.3 Collecte de données.....	138
1.4 Construction du guide d'entretien	139
1.5 Codage, grille d'analyse des données recueillies lors des entretiens	140
2. Résultats étude exploratoire 1	143
2.1 Profil des investisseurs individuels de la première étude.....	145
2.2 L'expertise perçue des investisseurs	148
2.3 Le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i> perçu comme étant utile et positif	150
2.4 La perception du risque sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i> et son acceptation par les <i>crowdfunders</i> particuliers	154
2.5 L'utilité de la foule d'investisseurs sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	160
2.6 L'équipe dirigeante, principal élément dans la recherche d'informations	163
2.7 Les investisseurs perçoivent les plateformes d' <i>Equity crowdfunding</i> à travers un lien de confiance et d'influence	164
2.8 Manque de maturité et asymétrie d'informations sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	168
3. Méthodologie de recherche : étude exploratoire 2	170
3.1 Internet comme source de collecte de données secondaires	170
3.2 Données secondaires extraites de la plateforme Wiseed.....	170

3.3 L'analyse des similitudes de nos données secondaires	173
3.4 Traitement et épuration de notre corpus.....	174
4. Résultats étude exploratoire 2	176
4.3 Le souhait de soutenir les projets français	179
4.4 Les projets évoluant sur des marchés porteurs	179
4.5 Les projets qui semblent prometteurs.....	180
4.6 La confiance en l'équipe	180
4.7 Les projets tournés vers l'avenir	181
4.8 La beauté du projet.....	181
5. Interprétation des résultats des deux études.....	183
Conclusion du chapitre 4	186
Conclusion première partie	188
Question de recherche finale	190
Introduction à la deuxième partie.....	192
Chapitre 5 : Construction de notre modèle et présentation des hypothèses.....	194
Introduction du chapitre 5	194
1. Élaboration des hypothèses de notre modèle conceptuel.....	197
1.2 La confiance en l' <i>Equity crowdfunding</i> comme un antécédent à l'intention d'investissement.....	197
1.3 La disposition à faire confiance	203
1.4 La familiarité à l'investissement comme facteur renforçant l'intention d'investissement.	205
1.5 Le biais d'excès de confiance.....	209
1.6 Le biais de suivisme	211
1.7 Le biais d'affinité	215
2. Élaboration des échelles psychométriques mobilisées pour notre étude quantitative	219
2.1 Échelle retenue pour le biais d'excès de confiance.....	220
2.2 Échelle retenue pour le biais de suivisme	221
2.3 Échelle retenue pour le biais d'affinité	224
2.4 Échelles adaptées du modèle de (Kim et al., 2008) disposition à faire confiance/confiance des investisseurs sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	225
2.5 Échelles portant sur l'intention d'investissement, la familiarité à l'investissement	227
Conclusion du chapitre 5	230
Chapitre 6 : Étude quantitative : méthodologie et présentation des résultats	231
Introduction du chapitre 6	231
1. Méthodologie de recherche.....	233
1.1 Conception et mode d'administration du questionnaire.....	234

1.2 Terrain de recherche	236
1.3 Mode d'administration du questionnaire.....	236
2. Profilage et investisseurs interrogés	238
2.1 Statistiques descriptives des investisseurs.....	238
2.2 Test d'indépendance du Khi-carré : relations entre les données sociodémographiques et les montants investis sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	241
3. Tests de fiabilité et analyse factorielle confirmatoire de notre modèle	248
3.1 Évaluation des instruments de mesure avec SPSS	249
3.2 Évaluation de la validité du modèle avec AMOS	253
4. Interprétation des résultats de la troisième étude	265
Conclusion du chapitre 6	267
Conclusion générale : Discussion sur les apports et limites de notre travail de recherche	268
1. Apports théoriques et managériaux pour les investisseurs et les plateformes d'ECF	268
1.1 Apports théoriques	269
1.2 Apports managériaux	274
2. Limites et voies de recherche possibles	280
2.1 Limites sur le plan méthodologique	280
2.2 Limites sur le plan théorique	281
Note finale	283
Bibliographie.....	284
ANNEXES.....	308

Liste des tableaux

Tableau 1. Quatre paradigmes épistémologiques de la recherche	8
Tableau 2. Quelques définitions du <i>crowdfunding</i>	25
Tableau 3. Quelques définitions de l'ECF	32
Tableau 4. Avantages et inconvénients du marché de l'ECF pour les entrepreneurs et les investisseurs selon Goglin (2021, p.24-25).....	39
Tableau 5. Tarification des plateformes d'ECF	65
Tableau 6. Âge moyen des nouveaux investisseurs particuliers sur les marchés financiers du 24/02 au 03/04/2020.....	73
Tableau 7. Nombre de nouveaux investisseurs particuliers sur les marchés financiers du 27 février au 3 avril 2020	73
Tableau 8. Littérature sur les motivations extrinsèques et intrinsèques des crowdfunders en ECF.....	83
Tableau 9. Littérature sur les critères soutenant les décisions des <i>crowdfunders</i> particuliers en ECF.....	85
Tableau 10. Principaux courants de la finance comportementale	108
Tableau 11. Définitions de l'heuristique	117
Tableau 12. Définitions de la cognition	119
Tableau 13. Heuristiques et biais comportementaux soulevés par Kahneman et Tversky	123
Tableau 14. Énumération des biais les plus courants étudiés en finance comportementale ..	124
Tableau 15. Littérature portant le biais géographique en ECF	127
Tableau 16. Littérature portant le biais de suivisme	129
Tableau 17. Thématiques du guide d'entretien	140
Tableau 18. Présentation du panel des investisseurs interviewés	146
Tableau 19. Verbatim des investisseurs sur leur expertise et leur confiance	149
Tableau 20. Rappel des différentes hypothèses	217
Tableau 21. Récapitulatif des échelles adoptées pour notre travail de recherche	220
Tableau 22. Items adaptés de la dimension d'excès de confiance de Shneor et Munim, (2019)	221
Tableau 23. Dimension biais de suivisme issu des travaux de Moysidou et Hausberg (2020)	222

Tableau 24. Dimension biais de suivisme issu des travaux de Bretschneidera et Leimeister (2017)	223
Tableau 25. Items complémentaires issus des résultats de notre étude qualitative.....	223
Tableau 26. Dimension biais d'affinité issue de l'ouvrage de (Pompian, 2012)	224
Tableau 27. Dimension biais d'affinité issue des travaux de Guirado et al. (2018)	225
Tableau 28. Échelle de mesure sur la disposition à faire confiance issue des travaux de Kim et al. (2008)	226
Tableau 29. Échelle de mesure sur la disposition à faire confiance issue des travaux de (Gefen, 2000)	226
Tableau 30. Échelle de mesure sur la confiance des investisseurs en l'ECF issue des travaux de Kim et al. (2008).....	227
Tableau 31. Échelle de mesure de l'intention d'investissement issue des travaux de Shneor et Munim (2019)	228
Tableau 32. Échelle de mesure sur la familiarité des crowdfunders à l'investissement issue des travaux (Moysidou et Hausberg, 2020).....	229
Tableau 33. Démarche d'une enquête quantitative	234
Tableau 34. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon la zone géographique	238
Tableau 35. Profilage sociodémographique de l'échantillon par langues parlées	239
Tableau 36. Profilage sociodémographique de l'échantillon par sexe.....	239
Tableau 37. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon l'âge.....	240
Tableau 38. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon le niveau académique	240
Tableau 39. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon le statut professionnel ...	240
Tableau 40. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon les montants investis	241
Tableau 41. Valeurs pour le test de contingence.....	242
Tableau 42. Valeurs pour le V de Cramer.....	243
Tableau 43. Tests du khi-carré sur relation entre l'âge et les montants investis en ECF.....	244
Tableau 44. Mesures symétriques sur la relation entre l'âge et les montants investis en ECF	244
Tableau 45. Tests du khi-carré sur la relation entre le genre et les montants investis en ECF	245
Tableau 46. Mesures symétriques sur la relation entre le genre et les montants investis en ECF	245
Tableau 47. Tests du khi carré sur la une relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF.....	247

Tableau 48. Mesures symétriques sur la relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF.....	247
Tableau 49. Statistiques de fiabilité	250
Tableau 50. Statistiques de total des éléments	251
Tableau 51. Indices de mesure absolus	253
Tableau 52. Indices de mesure incrémentaux et de parcimonie.....	254
Tableau 53. Indices de mesure absolus	256
Tableau 54. Indices de mesure incrémentaux	257
Tableau 55. Indices de mesure de parcimonie	257
Tableau 56. Scores des régressions	258
Tableau 57. Validité convergente.....	259
Tableau 58. Validité discriminante	260
Tableau 59. Indices de mesure absolus, modèle réajusté.....	262
Tableau 60. Indices de mesure incrémentaux, modèle réajusté	262
Tableau 61. Indices de mesure de parcimonie, modèle réajusté	262
Tableau 62. Scores des régressions, modèle réajusté.....	262
Tableau 63. Validité convergente, modèle réajusté	263
Tableau 64. Validité discriminante, modèle réajusté	263
Tableau 65. Validation des hypothèses	264
Tableau 66. Investir en ECF : quelques conseils	278

Liste des figures

Figure 1. Croissance du marché de la finance alternative mondiale de 2015 à 2020	2
Figure 2. Conception du réel et paradigmes épistémologiques.....	8
Figure 3. Postures épistémologiques et objets de recherche	9
Figure 4. Construction de l'objet de la recherche dans une approche interprétative	10
Figure 5. Construction et démarche séquentielle de la thèse	16
Figure 6. Déroulé temporel de notre travail de recherche.....	19
Figure 7. Processus de collecte de fonds en crowdfunding.....	27
Figure 8. Processus e-vote de la plateforme Wiseed.....	28
Figure 9. Financement participatif par le don 2021 en France.....	30
Figure 10. Financement participatif par le prêt 2021 en France	31
Figure 11. Chaîne de financement en capital d'une jeune entreprise.....	34
Figure 12. Financement participatif par capital de 2018 à 2021 en France	35
Figure 13. Financement participatif par capital dans le monde en 2020.....	35
Figure 14. Représentations des acteurs de l'écosystème du marché de l'ECF	41
Figure 15. Volumes de collecte en ECF de 2017 à 2021	47
Figure 16. Dynamique d'agrément des plateformes de <i>crowdfunding</i> en France.....	48
Figure 17. Exemple de question du test d'adéquation sur la plateforme d'ECF Wiseed.....	58
Figure 18. Interaction sur le marché de l'ECF	63
Figure 19. Business model de la plateforme de CF.....	63
Figure 20. Matrice Canvas d'une plateforme de <i>crowdfunding</i>	66
Figure 21. Évolution trimestrielle d'achat et de vente d'actifs par les investisseurs particuliers en France	72
Figure 22. Financement participatif en Capital et Royalties en France	75
Figure 23. Secteurs d'investissement des <i>crowdfunders</i> en France	76
Figure 24. Les composantes de la finance comportementale.....	105
Figure 25. Acteurs étudiés en finance comportementale	107
Figure 26. Arbre de codage des entretiens	142
Figure 27. Arbre des résultats issus de l'analyse thématique des entretiens semi-directifs...	144
Figure 28. Happy-capital partage les risques avec les investisseurs	158
Figure 29. Page de présentation des projets sur la plateforme Wiseed	171
Figure 30. Espace question sur la plateforme Wiseed	172

Figure 31. Espace témoignage sur la plateforme Wiseed	173
Figure 32. Effectifs des 5 premières formes du corpus.....	175
Figure 33. Statistiques textuelles du corpus de témoignages	175
Figure 34. Arbre des résultats issus de l'analyse des similitudes du traitement des données secondaires	176
Figure 35. Analyse de similitudes issues de 4 080 témoignages obtenus sur 51 projets	177
Figure 36. Traitement de l'information par l'investisseur individuel sur le marché de l' <i>Equity crowdfunding</i>	188
Figure 37. Parcours d'achat traditionnel sur le web.....	195
Figure 38. Parcours d'investissement sur une plateforme d'ECF	196
Figure 39. Taxonomie des définitions de la confiance en marketing.....	200
Figure 40. Modèle préliminaire de la confiance du consommateur vis-à-vis d'un site marchand	201
Figure 41. Effet de la confiance sur l'intention d'achat	202
Figure 42. Structure formative de la confiance et son effet sur l'engagement.....	203
Figure 43. Effet de la familiarité sur l'intention d'achat.....	207
Figure 44. Modèle l'apport des systèmes d'aide à la décision.....	209
Figure 45. Modèle conceptuel des biais comportementaux affectant l'intention d'investissement en ECF	217
Figure 46 : Présentation de l'introduction du questionnaire	235
Figure 47. Envoi du questionnaire pour recueil des données.....	237
Figure 48. Graphique sur la relation entre l'âge et les montants investis en ECF	243
Figure 49. Graphique sur la relation entre le genre et les montants investis en ECF	245
Figure 50. Graphique sur la relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF.....	246
Figure 51. Procédure de construction d'un modèle par la méthode des équations structurelles	248
Figure 52. Modèle implémenté des biais comportementaux affectant l'intention d'investissement	256
Figure 53. Modèle réajusté des biais comportementaux affectant l'intention d'investissement	261
Figure 54. Types de projets financés sur Anaxago et Wiseed	270

Liste des acronymes

AFC	Analyse factorielle confirmatoire
AMF	Autorité des marchés financiers (France)
AVE	Average Variance Extracted (variance moyenne extraite)
BA	Business Angel
BPI	Banque publique d'investissement
CIP	Conseiller en investissement participatif
CF	Crowdfunding (financement participatif)
ECF	Equity crowdfunding (financement participatif par capital)
FCA	Financial conduct authority (Autorité de conduite financière) (Angleterre)
FPF	Financement participatif France
IFP	Intermédiaire en financement participatif
INVEST	Investisseur
PSI	Prestataire de services d'investissement
SEC	Securities and exchange commission (Commission de sécurité et d'échanges) (États-Unis)
VC	Venture Capitalist (société de capitaux risque ; capital risquer)

Introduction générale

La finance alternative propose une réponse concrète aux besoins en financement des jeunes entreprises. C'est un nouveau moyen de diversification du portefeuille pour les investisseurs (Ziegler et *al.*, 2021). Elle regroupe les nombreuses plateformes financières numérisées qui donnent la possibilité à chaque individu ou entité de prêter, d'emprunter, de donner, de recevoir, d'investir des fonds directement dans diverses activités proches ou éloignées géographiquement (Agrawal et *al.*, 2011). Le terme alternatif renvoie à cette offre financière qui vient en substitution ou en complément de l'offre de financement proposée par les banques. Ces dernières ont longtemps été au centre de la chaîne de financement. Dans le rapport annuel publié par la *Cambridge Centre for Alternative Finance* (CCAF), Ziegler et *al.* (2021, p.30) soulignent que « la finance alternative comprend les activités de finance numérique qui ont émergé en dehors des systèmes bancaires en place et des marchés de capitaux traditionnels et qui se déroulent en ligne ». Bilan et *al.* (2019) parlent de finance 4.0 pour exprimer le caractère digital et virtuel dans lequel évolue la finance alternative. En effet, chaque individu peut être capable à l'aide d'internet, d'un ordinateur ou d'un téléphone mobile d'effectuer des opérations sur différentes plateformes financières.

Le volume en fonds collectés sur le marché mondial de la finance alternative de 2015 à 2020 a connu une évolution parabolique (voir Figure 1). En 2015, 139 milliards de dollars collectés sur ce marché, avec un pic à 419 milliards de dollars en 2017, suivi d'une baisse à 114 milliards de dollars en 2020. Sur la Figure 1 ci-dessous, deux observations sont soulignées par Ziegler et *al.* (2021). Premièrement, la Chine est leader en volume de fonds collectés. Cela malgré le fait qu'on assiste depuis 2018 à une forte baisse due à des modifications réglementaires sur le marché chinois. Deuxièmement, lorsqu'on exclut la Chine, on constate que les fonds collectés depuis 2015 ont plus que doublé passant de 44 milliards de dollars en 2015 à 113 milliards de dollars en 2020. Il faut noter que ces données prennent en compte la période de pandémie de la COVID 19 qui a affecté les marchés financiers mondiaux de juin 2020 à mai 2021. On constate que le marché n'a pas faibli durant cette période, il a gagné 24 %. Cependant, Ziegler et *al.*, (2021) n'excluent pas que l'impact de la COVID-19 a certainement affecté cette activité au niveau régional notamment en Asie – pacifique.

The Size and Growth of the Global Alternative Finance Market

Figure 1.1: Total Global Alternative Finance Volume 2015 - 2020, USD



Figure 1. Croissance du marché de la finance alternative mondiale de 2015 à 2020

En un peu plus d’une décennie, la finance alternative a séduit des personnes physiques et morales à la recherche de financement pour leurs activités, et des investisseurs (particuliers comme professionnels) à la recherche de placements.

Selon Financement Participatif France (FPF), la finance alternative intègre : les cagnottes en lignes, la solidarité embarquée, les fonds de prêt aux entreprises en ligne et affacturage, et le financement participatif. Le financement participatif de son terme anglo-saxon *Crowdfunding* (CF), regroupe également trois grands modèles que sont : le prêt (*lending*), le don, et le financement en capital (*Equity-crowdfunding* ‘ECF’). C’est dans le périmètre du modèle ECF que notre travail de recherche va être mené. Nous choisissons ce périmètre de recherche en raison des volumes conséquents qui sont investis par les particuliers sur des projets qui sont à la fois innovants, potentiellement très rémunérateurs, mais également très risqués financièrement.

Le terme *Crowdfunding* prend sa source dans le mot *Crowdsourcing*. C’est une association des mots anglais *crowd* qui signifie foule et *outsourcing* qui signifie externaliser. Ce mot a été popularisé par Howe (2006) qui lui donne cette définition : « le *Crowdsourcing* représente l’acte d’une entreprise ou d’une institution prenant une fonction autrefois exercée par des employés et l’externalisant à un réseau indéfini (et généralement large) de personnes sous la forme d’un appel ouvert. Cela peut prendre la forme d’une production par les pairs (lorsque le travail est effectué en collaboration), mais est aussi souvent entrepris par des individus seuls. La condition préalable essentielle est l’utilisation du format d’appel ouvert et du vaste réseau de travailleurs potentiels ». La foule répond à un appel d’offres à travers internet

pour apporter sa contribution à la réalisation d'une activité proposée par une entreprise. Schenk et Guittard (2011) listent les trois principaux acteurs concernés par cette activité :

- les individus qui forment la foule et qui apportent leur main-d'œuvre, ce sont des prestataires ;
- les entreprises sollicitant la foule sont les clientes ;
- enfin, il existe une entreprise qui joue l'intermédiaire entre ces deux acteurs, c'est la plateforme de *Crowdsourcing*.

Dans le cas du CF, il permet à des personnes physiques ou morales ayant des besoins en financement de se faire financer par la foule à travers une plateforme en ligne (Schwienbacher et Larralde, 2010). Ce modèle de financement a vu le jour en réponse à la crise financière de 2008 qui a rendu l'accès au financement bancaire plus sélectif et plus difficile. Le financement par la foule via internet se présente comme une alternative aux besoins de financement et à une demande de diversification de placements (Onnée et Renault, 2013). Pour Mollick et Robb (2016), le CF représente la démocratisation de l'accès au capital, car il permet de répondre à des besoins concrets de levée de fonds et d'investissement rapide et efficace. Aussi, le CF a bénéficié des différentes législations à travers le monde. Cela lui a permis d'avoir une légitimité auprès des acteurs économiques comme nous le verrons au chapitre 1 : 2.

Attendus de la recherche, problématique et questions de recherche

L'état de l'art sur les différents modes de financement participatif s'est très vite enrichi depuis une dizaine d'années. Les travaux ont porté à la fois sur le fonctionnement de ce mode de financement (Bessière et Stephany 2017 ; Onnée et Renault, 2013) et sur les motivations des acteurs qui y sont présents (Lukkarinen et Seppälä, 2019 ; Estrin et *al.*, 2018, Schwienbacher et Larralde, 2012).

Quant à notre travail de recherche, il va se pencher sur le mode de financement participatif en capital ou *Equity crowdfunding* (ECF). C'est « une méthode de financement par laquelle un entrepreneur vend des actions ou des parts assimilables à des actions d'une entreprise à un groupe de (petits) investisseurs par le biais d'un appel ouvert à financement sur des plateformes internet » (Ahlers et *al.*, 2015, p. 5). Nous nous intéressons à ce mode de financement parce qu'il propose une offre d'investissement nouvelle aux investisseurs particuliers. Il permet à ces

derniers de prendre part au capital de jeunes entreprises innovantes et potentiellement très rentables, mais également risquées.

Notre recherche est orientée par les axes de recherche proposés par la littérature en ECF. Mohammadi et Shafi (2018, p. 285) dans leur article sur la contribution du genre en ECF soulignent le manque d'études sur le comportement cognitif des investisseurs : « Les recherches futures peuvent bénéficier de l'application d'autres théories du jugement et de la prise de décision pour mettre la lumière sur l'Equity crowdfunding [...] Nous savons peu de choses sur les raccourcis cognitifs ou les règles que les investisseurs en financement participatif utiliseront dans leur recherche d'opportunités d'investissement ». Cet axe de recherche prend sa source théorique dans les travaux fondateurs de Tversky et Kahneman (1973 ; 1974) sur les biais comportementaux et heuristiques de jugement pour mieux saisir le comportement et les décisions des investisseurs en ECF.

Mochkabadi et Volkmann (2020, p. 110) dans leurs orientations de recherche en ECF proposent également de s'intéresser aux investisseurs. Ils posent la question de savoir : « Quels facteurs déterminent la décision d'investir ? »

En prenant en considération le caractère novateur du marché de l'ECF, des gains et risques qu'il présente pour les investisseurs particuliers, des orientations de recherche proposées par la littérature, notre travail thèse a choisi comme objet de recherche : **le comportement des investisseurs particuliers** qui interviennent sur le marché de l'ECF.

En investissant sur le marché de l'ECF, les investisseurs particuliers prennent des risques financiers. En effet, les entreprises qu'ils financent sont jeunes et n'ont pas un passif de résultats conséquents pour justifier de leur solidité financière et commerciale. Aussi, le marché de l'ECF diffère des autres marchés financiers dans le sens où il impose aux investisseurs une nouvelle manière d'investir et restreint leurs capacités de négociation. Comme contraintes sur le marché de l'ECF nous pouvons citer : le prix non négociable des actions à acquérir, le délai de prise de décision limité par la durée de la campagne, l'obligation de garder les actions achetées au moins cinq ans, la rareté des dividendes, ou encore l'inexistence de marchés secondaires pour revendre les actions achetées. Dans un tel environnement, le comportement (le processus de réflexion cognitif et affectif) des investisseurs particuliers se trouve fortement sollicité en raison de l'ensemble d'informations réglementaires, financières et techniques à traiter. Ils doivent trouver un équilibre entre des décisions qui se veulent optimales, des choix affectifs qui concordent avec leur éthique ou leur croyance, et les limites cognitives qui ne leur permettent pas de traiter l'ensemble des informations disponibles ou manquantes.

Dans cet environnement de marché complexe et risqué, notre thèse soulève comme problématique l'influence des facteurs informationnels, cognitifs et affectifs sur les décisions des investisseurs particuliers en ECF.

La finance classique apporte un cadre théorique pour répondre aux problèmes liés aux décisions d'investissement sur les marchés financiers. Elle propose des approches qui ont pour but d'expliquer et de modéliser les prises de décisions d'investissement en situations incertaines comme : la prise de décision en situation incertaine avec le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) (Sharpe, 1964), le comportement de l'investisseur rationnel (Von Neumann et Morgenstern, 1947), la maximisation des profits (Markowitz, 1952), l'efficacité des marchés (Fama, 1965), etc. Cependant, ces approches de la finance classique présentent des limites.

Certaines de ces limites ont été soulignées par la finance comportementale qui se positionne en antithèse de la finance classique. La finance comportementale remet en cause les postulats de la finance classique, en montrant que les modèles de cette dernière ne tiennent pas compte des facteurs comportementaux (l'humeur, l'affect, la cognition, etc.) de l'agent économique, qui sont de nature à biaiser ou à affecter ses décisions. Ces facteurs empêchent l'agent économique de suivre une logique pleinement rationnelle et le poussent à faire des choix moins optimaux (Herbert, 1965 ; Kahneman et Tversky, 1973, 1974, 1979 ; Thaler, 1985).

Sur la base de ces précédents éléments, la thèse sur laquelle nous allons travailler porte sur : l'étude du comportement décisionnel de l'investisseur particulier présent sur le marché de l'ECF sous l'angle de la finance comportementale.

Les attendus de notre thèse sont à la fois :

- **Théoriques** : mettre en évidence les fondements de la décision chez les investisseurs particuliers présents sur le marché de l'ECF ; proposer une modélisation de l'effet des biais comportementaux sur l'intention d'investissement en ECF et la tester ; corroborer ou non l'existence et l'effet des biais comportementaux sur les décisions d'investissement théorisés par les travaux en finance comportementale ; contribuer à la compréhension du comportement de l'investisseur particulier.
- **Managériales** : la mise en évidence de biais cognitifs et affectifs et des fondements décisionnels permettraient aux investisseurs particuliers et aux plateformes d'ECF de comprendre comment se construisent psychologiquement les décisions d'investissement en ECF ; cela permettra de souligner les comportements

d'investissement à éviter ou à adopter sur le marché de l'ECF ; l'intérêt pour les plateformes est de mieux connaître les profils des investisseurs, afin de leur proposer des projets qui équilibrent le risque, la rentabilité, l'éthique et la responsabilité sociale et environnementale.

- **Méthodologiques :** mobiliser différentes techniques de recherche qualitatives et quantitatives pour démontrer et expliquer nos résultats de recherche de manière pertinente. Nous souhaitons que nos résultats soient issus d'une succession de méthodes pour mieux nous rapprocher de la réalité de notre objet d'étude.

La construction de nos questions de recherche s'est faite de manière progressive. À la suite de notre revue de la littérature, nous avons constaté que très peu de travaux ont tenté de modéliser les décisions des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF. Dès lors, nous nous sommes tournés vers les travaux en finance comportementale pour enrichir notre état de l'art. Après notre revue de littérature, nous avons mené des études exploratoires à visée interprétative dans le but d'approfondir nos connaissances et de trouver d'autres éléments constitutifs à la prise de décisions chez les investisseurs particuliers. Pour nous guider dans ces études exploratoires, nous avons posé la question de recherche suivante : ***Q.1 Quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'Equity crowdfunding et sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ?*** En effet, le regard ou la façon dont nous percevons un objet peut déterminer la manière dont nous allons interagir avec lui. En étudiant les perceptions, les critères et les intentions d'investissement, nous voulons faire émerger les facteurs cognitifs et affectifs qui influencent les décisions des investisseurs. Cette première question de recherche se divise en deux questions qui guident nos deux études exploratoires.

- ***Q-1.1 : Quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'Equity crowdfunding ?***
- ***Q-1.2 : Sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ?***

Nos résultats exploratoires ont fait émerger la confiance comme une variable qui lie les investisseurs au marché de l'ECF. La présence de quelques biais comportementaux et autres facteurs cognitifs ont également été mis en évidence par nos études exploratoires. Nous avons décidé dans la deuxième partie de thèse de confirmer leur présence et leurs effets sur l'intention d'investissement.

Nous avons posé comme deuxième question de recherche :

Q-2 : Quels sont les biais comportementaux pouvant affecter positivement la confiance qu'ont les investisseurs au marché de l'ECF et par ricochet leur intention d'investissement ?

Posture épistémologique et méthodologique

Toute recherche s'inscrit dans une démarche épistémologique, c'est elle qui guide notre recherche (Giordano, 2003). L'épistémologie est « l'étude de la constitution des connaissances valables » (Piaget, 1967, p.6). Elle sert à décrire, expliquer et justifier les choix et les différentes étapes de la construction de la recherche (Allard-Poesi et Perret, 2014).

Par le continuum ontologique (voir Figure 2) qui présente les visions de la réalité, Allard-Poesi et Perret (2014) soulignent deux grandes orientations qui regroupent les différentes postures épistémologiques :

- D'un côté, nous avons l'essentialisme qui tend vers une orientation réaliste et qui regroupe le positivisme, le réalisme critique et le post-positivisme. L'essentialisme défend « l'idée que la réalité a une essence propre, qu'elle existe en dehors des contingences de sa connaissance, qu'elle est indépendante de son observation et des descriptions humaines que l'on peut en faire » (Allard-Poesi et Perret, 2014, p.22). Il y a un caractère déterministe qui soutient la réalité. C'est cette réalité immuable que le chercheur veut saisir.
- D'un autre côté, l'interprétativisme, le post-modernisme, et le constructivisme qui sont orientés vers une nature non-essentialiste. Ici, Allard-Poesi et Perret (2014) soulignent que la réalité est construite et non donnée, non pas que la réalité n'existe pas, mais qu'elle n'est pas foncièrement indépendante. L'interaction entre le chercheur et l'objet étudié est source d'informations qui construisent la réalité (Gavard-Perret, 2008). Elle est obtenue par l'interprétation situationnelle et expérientielle que le chercheur obtient du sujet étudié (Allard-Poesi et Perret, 2014).

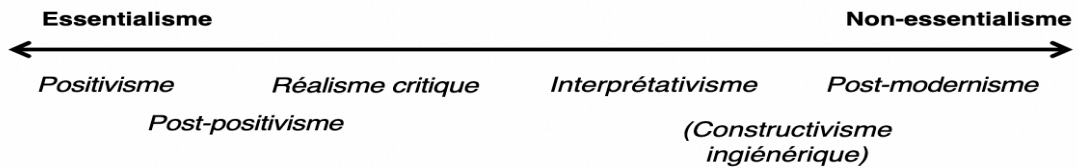


Figure 2. Conception du réel et paradigmes épistémologiques

Source : Allard-Poesi et Perret (2014, p. 22)

Houllier-Guibert et Rochette (2018) apportent des explications aux différentes postures présentées Allard-Poesi et Perret (2014) (cf. tableau 1).

Tableau 1. Quatre paradigmes épistémologiques de la recherche

	Paradigme positiviste	Post-positivisme réalisme critique	Paradigme interprétativiste	Paradigme constructiviste
Nature de la réalité (ontologie)	Hypothèse ontologique Il existe une essence propre à l'objet	Hypothèse ontologique Il existe un réel en soi	Hypothèse phénoménologique L'essence de l'objet peut être atteinte	
Lieu sujet/objet (épistémologie)	Existence d'une indépendance entre le sujet et l'objet	Le réel empirique peut être observé et décrit par le réel profond	La réalité est dépendante du sujet	
	Le chercheur n'agit pas sur la réalité observée	Le chercheur imagine le fonctionnement des mécanismes générateurs à l'origine des événements perçus	Le chercheur interprète ce que les acteurs ont dit, les acteurs eux-mêmes interprètent l'objet de la recherche	Le chercheur co-construit des interprétations ou des projets avec les acteurs
	Statut privilégié de l'explication	Statut privilégié de l'explication	Statut privilégié de la compréhension	Statut privilégié de la construction
Vision du monde	Déterminée, elle s'impose au chercheur		Intentionnelle, forgée par le chercheur	
Critère de validité	Vérifiabilité confirmabilité Réfutabilité	Reproductibilité (cheminement cognitif)	Idiographie Empathie	Adéquation Enseignabilité
Idéal	Recherche d'une loi universelle	Mettre à jour les mécanismes générateurs	Donner à voir la réalité des acteurs	La connaissance se construit chemin faisant
Logique dominante	Déductive	Abductive	inductive	

Source : Houllier-Guibert et Rochette, (2018)

Notre thèse est construite en deux grandes parties guidées par deux postures épistémologiques différentes : l'interprétativisme pour la première partie et le post-positivisme pour la deuxième partie. En nous positionnant successivement dans une posture interprétativiste et puis dans une posture post-positiviste, l'orientation de notre thèse tend vers l'objectivisme, qui prône l'existence d'un réel où seuls les faits doivent soutenir nos résultats (voir Figure 3). Ce qui nous impose une neutralité vis-à-vis de notre objet de recherche ; comme le souligne Camus (2016, p.5) : « la neutralité objectiviste impose de fonder la connaissance sur les faits, et uniquement sur les faits, le produit de la construction rationnelle étant considéré comme non neutre et, in fine, “idéologique” – en tout cas inapte à contribuer à l'établissement de la preuve ».

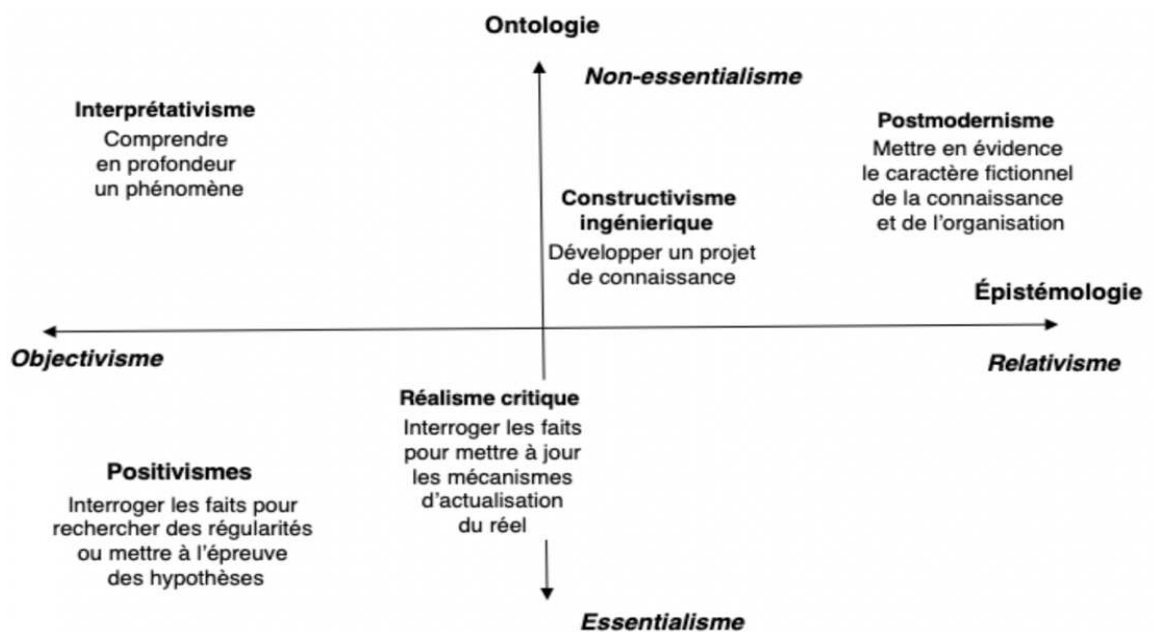


Figure 3. Postures épistémologiques et objets de recherche

Source : Allard-Poesi et Maréchal (2014, p. 53)

Thèse partie 1 : recherche exploratoire, une posture interprétativiste

Dans l'approche interprétativiste le chercheur est en relation avec l'objet de la recherche. Il interprète les actes et les discours, ou co-construit avec l'objet de la recherche une réalité (Giordano, 2003). « l'activité scientifique n'est pas portée par un objet à connaître extérieur à elle-même [...], mais consiste à développer une compréhension de la réalité sociale qu'expérimentent les sujets étudiés » (Allard-Poesi et Maréchal, 2014, p.57) (voir Figure 4).

Dans la première partie de notre thèse, deux études exploratoires à visée interprétative vont être menées. À l'aide d'entretiens semi-directifs, nous allons être en interaction avec l'objet de notre recherche qui est l'investisseur particulier sur le marché de l'ECF. Nous allons interpréter des données qualitatives issues de 17 interviews d'investisseurs particuliers et 4 080 témoignages extraits d'une plateforme d'ECF. Notre objectif est de faire émerger les probables facteurs qui contribuent à la construction de la décision d'investissement, et qui sont sous-jacents à la présence de biais comportementaux.

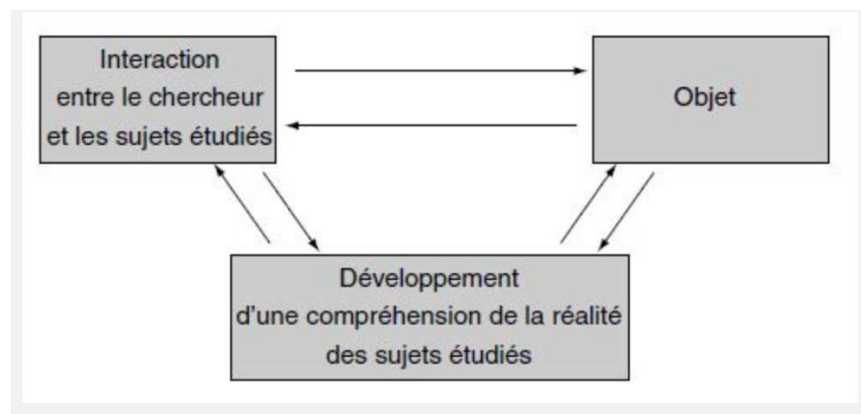


Figure 4. Construction de l'objet de la recherche dans une approche interprétative

Source : Allard-Poesi et Maréchal, (2014, p.57)

Exploration hybride, une démarche abductive : études 1 et 2

La démarche exploratoire vise à clarifier un problème qui a été plus ou moins défini, ou à produire des connaissances sur des phénomènes inconnus (Trudel et *al.*, 2006). L'exploration ne nous limite pas et peut ainsi nous conduire à opter par la suite à différentes postures

épistémologiques, telle qu'une posture positiviste, constructiviste ou encore interprétative (Charreire-Petit et Durieux, 2014).

Charreire-Petit et Durieux (2014, p. 89-93) définissent trois voies de recherche exploratoire possible :

- L'exploration théorique. Elle consiste à chercher une ou des relations entre deux ou plusieurs champs théoriques qui n'ont pas encore été mis en relation dans les travaux antérieurs. L'exploration prend son sens dans le (s) lien(s) que le chercheur essaye de trouver entre les objets théoriques de différents champs ou disciplines étudiés. La démarche inductive est la méthode utilisée.
- L'exploration empirique. Elle consiste à explorer un phénomène mal connu, tout en excluant toutes les connaissances connues à ce sujet. L'objectif est d'établir de nouveaux éléments indépendamment des anciens. Cependant, Charreire-Petit et Durieux (2014) soulignent la difficulté qu'il y a de faire table rase des connaissances existantes à un sujet. Cela dépendra de la personnalité, des aspirations ou des affinités du chercheur. L'induction est la démarche qui est propre à cette voie de recherche.
- L'exploration hybride. Le chercheur a déjà mobilisé des concepts et rassemblé la littérature nécessaire à la compréhension de son sujet. L'exploration hybride vient enrichir ou approfondir les connaissances antérieures par des allers-retours fréquents entre la littérature et le terrain. L'abduction ou adduction est la démarche propre à cette voie de recherche. « L'abduction désigne une forme de raisonnement qui permet d'expliquer un phénomène ou une observation à partir de certains faits. C'est la recherche des causes, ou d'une hypothèse explicative. Nous pratiquons l'abduction dans la vie courante, lorsque nous recherchons les causes d'un phénomène ou d'un fait surprenant { ... } L'abduction conduit ainsi à la découverte des causes. » (Catellin, 2004, p.180).

L'abduction est la démarche qui va conduire notre première partie. Elle nous mènera tout d'abord à faire un état de l'art sur les investisseurs en ECF et sur la finance comportementale, en présentant ce qui est déjà connu et en soulignant ce qui reste à découvrir. L'objectif est de déterminer le gap dans la littérature et de trouver une orientation à notre recherche exploratoire. Par la suite, nous menons deux études exploratoires qui sont confrontées

à l'état de l'art. L'interprétation des résultats exploratoires permettra de préciser la question de recherche finale qui fera l'objet de la troisième étude.

Les deux études exploratoires permettront de faire émerger les attitudes, les intentions, les raisons, les expériences et les critères d'investissement qui soutiennent la démarche de participation à une campagne d'ECF. Cette compréhension se fera par l'analyse fine et méthodique de 17 interviews semi-directifs et de 4 080 témoignages à travers lesquelles les investisseurs vont nous décrire leur perception du marché de l'ECF. C'est à ce niveau que nous en tant que chercheur devons veiller à garder une analyse la plus objective et la moins caricaturale possible.

Thèse partie 2 : recherche confirmatoire, une posture post-positiviste

À la suite de la première partie de thèse, nous avons opté pour une posture post-positiviste, en posant des hypothèses de recherche dans une démarche hypothético-déductive. L'objectif est de corroborer ou non l'existence de biais comportementaux sur l'intention d'investissement chez les particuliers présents sur le marché de l'ECF.

Notre deuxième partie de thèse s'inscrit dans une orientation essentialiste. En effet, le postulat de base de la finance comportementale démontre le caractère *positif* de l'effet des biais comportementaux sur tout individu. À partir des travaux de Wright (1986), Pickering (2011) souligne que : « Depuis le XIII^e siècle, “positif” signifie ce qui est “établi”, généralement par institution divine ou humaine. Au XVI^e siècle, le terme en vient à désigner une connaissance fondée sur des faits et donc caractérisée par sa certitude ». Le caractère positif de l'objet renvoie à la réalité ou à l'existence de cet objet et de ses interactions avec son environnement (Comte, 1844). « Le positivisme ne considère comme valides que les domaines de connaissance auxquels la méthode positive, c'est-à-dire scientifique, s'applique. Il insistait (Auguste Comte) sur la nécessité de faire des observations, directes ou indirectes, des faits concrets et réels, pour ensuite se servir de ces faits afin de créer des lois scientifiques qui expliquent comment opèrent les phénomènes, et non pourquoi. » (Pickering, 2011, p.58)

Gavard-Perret et *al.* (2008) soulignent que la posture positiviste est régie par trois grandes hypothèses. Elles stipulent premièrement l'existence d'un réel objectif qui peut être observable, étudié et vérifié en toute neutralité. Ce réel est indépendant de toutes représentations que l'on peut avoir. Deuxièmement, ce réel est prédéterminé dans un schéma de causalités ou de lois qui

s'appliquent à tous. C'est un univers codé qui soumet l'individu à un ordre normé. Il existe alors un schéma de causalité qui peut être étudié et mesuré scientifiquement. Troisièmement, le chercheur peut observer cette réalité de l'extérieur sans toutefois s'immerger, en construisant de manière méthodique un cadre propice qui le sépare de l'objet étudié. Le protégeant de toutes formes de subjectivités.

De la posture positiviste, émane la pensée d'un résultat qui se veut objectif, et d'une réalité qui se veut certaine et généralisable. Cependant, le post-positivisme, bien que reconnaissant l'existence d'une réalité, soutient que cette réalité ne peut être connue de façon certaine. En effet, la certitude n'est pas une conclusion acceptable en sciences humaines et sociales. Car, elle peut être réfutée par l'amélioration des connaissances comme partout ailleurs. Il convient alors d'avoir un peu de recul en adoptant un raisonnement hypothético-déductif, dans lequel, la théorie précède les hypothèses comme souligné par Popper (2005). Ce dernier souligne que, les théories quels que soient les domaines ne peuvent être vérifiées de manière certaine, mais peuvent seulement être réfutées de manière certaine. À cela, il ajoute la corroboration qui est une démarche qui tend à confirmer une théorie par des tentatives de réfutation qui auront échoué, ou par des expériences multiples qui maintiennent la validité de cette théorie. En somme, la théorie reste vraie jusqu'à ce qu'elle soit réfutée.

C'est dans ce sens que la finance comportementale a réfuté l'hypothèse d'un agent économique pleinement rationnel comme nous le verrons au chapitre 3, en soulignant l'existence de biais comportementaux pouvant interférer dans les décisions. En mettant en évidence ces biais, la finance comportementale s'inscrit dans une orientation essentialiste et factuelle.

Nous voulons dans notre travail de recherche corroborer ou non la thèse générale présentée par la finance comportementale. Elle soutient l'existence et l'effet des biais comportementaux sur les décisions.

La posture post-positiviste s'ancre bien dans le domaine des sciences humaines et sociales et dans notre recherche. Car, la compréhension pleine des phénomènes n'est pas toujours possible. Le chercheur tente d'approcher au plus près de la réalité, tout en essayant d'être le plus objectif possible, en mettant en œuvre des protocoles de recherche encadrés avec une analyse de données formelle (Gavard-Perret, et *al.*, 2008). La réalité est établie de manière probabiliste sans certitude.

Recherche confirmatoire, une démarche hypothético-déductive : étude 3

Comme le souligne Catellin (2004), l'abduction est par nature incertaine, car elle ne permet pas d'affirmer la ou les causes réelles d'une observation, elle établit des causes plausibles. C'est donc à partir de notre démarche abductive nous avons inféré des causes probables à l'intention d'investissement sur le marché de l'ECF.

Nous avons par la suite testé ces causes probables par notre analyse factorielle confirmatoire (AFC) qui s'est faite dans une démarche hypothético-déductive.

Roussel et *al.* (2005, p. 250) souligne que : « lorsque les travaux théoriques procurent assez de connaissances sur le phénomène étudié et posent des bases théoriques intellectuellement cohérentes et empiriquement pertinentes (en fonction des entretiens et études de cas réalisés précédemment, ou des travaux publiés dans les revues scientifiques), l'approche déductive est souhaitable ». L'approche hypothético-déductive que nous adoptons suit les recommandations de Roussel et *al.* (2005, p. 250) et de Charreire-Petit et Durieux (2014, p. 94-104). En effet, nous avons sur la base de la littérature et des résultats de nos deux études exploratoires, élaboré des hypothèses avec pour objectif de les confronter à la réalité par une troisième étude quantitative. Nous testons nos hypothèses sur un échantillon de 266 investisseurs en vue de les réfuter ou non.

Une « AFC consiste à modéliser les données à l'aide de variables latentes hiérarchisées » (Roussel et *al.*, 2005, p. 285). Cette modélisation s'est faite à l'aide des logiciels SPSS et AMOS IBM 21. Les données modélisées sont issues d'un échantillon de 266 investisseurs, qui ont répondu à notre questionnaire construit avec des variables latentes hiérarchisées.

Structure de la thèse

Notre thèse adopte une méthodologie mixte. Elle combine des études exploratoires avec une méthodologie qualitative et une étude confirmatoire avec une méthodologie quantitative. C'est un processus séquentiel dans lequel on combine les méthodes, étude après étude pour mieux répondre ou valider les résultats. Aldebert et Rouzies (2014) soulignent que : « Dans un processus séquentiel, le chercheur explique ou développe les résultats issus d'une méthode grâce à une autre méthode : par exemple, étude qualitative (exploration) suivie d'une étude quantitative (généralisation des résultats) ou une étude quantitative (test de théories) suivie

d'une étude qualitative (analyse détaillée de quelques cas). Dans un processus séquentiel, les différents types de données sont collectés et analysés les uns après les autres ». C'est dans cette logique que nous allons proposer à partir des études exploratoires un modèle qui sera testé quantitativement par une étude confirmatoire. Nous pouvons observer sur la Figure 5 ci-dessous la démarche séquentielle que notre étude a suivie.

Notre thèse est divisée en deux grandes parties qui comprennent six chapitres et une conclusion générale (voir Figure 5). L'objectif est de répondre à nos questions de recherche. La première partie comprend trois chapitres de revue de littérature sur le marché de l'ECF et sur la théorie de la finance comportementale. Elle se termine par un chapitre qui porte sur nos études exploratoires. Dans la deuxième partie, nous développons et testons nos hypothèses de recherche de manière quantitative. La conclusion générale est le dernier point de notre thèse, elle présente la discussion des résultats de nos différentes études. Elle débouche sur les différents apports théoriques, managériaux et méthodologiques notre travail de recherche.

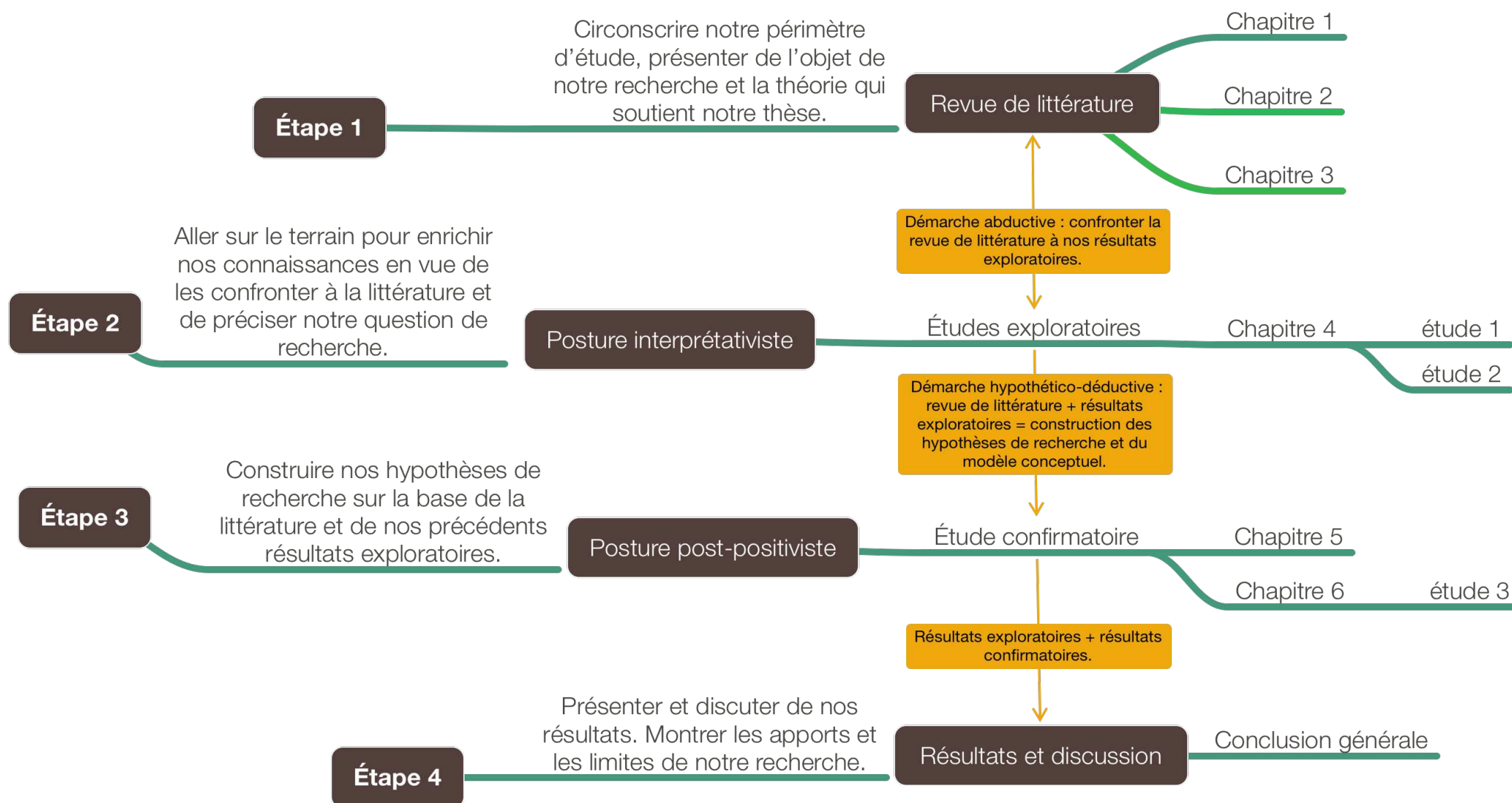


Figure 5. Construction et démarche séquentielle de la thèse

Le chapitre 1 décrit le marché du CF tout en définissant notre périmètre d'étude. Nous présentons le fonctionnement et les statistiques de ce marché. Nous montrons le processus de collecte de fonds d'une campagne de financement, tout en spécifiant le rôle des trois acteurs principaux (plateformes, porteurs de projets, investisseurs) qui interviennent dans ce processus. La législation financière qui a permis de légitimer le marché et de protéger les investisseurs y est présentée. Enfin, nous décrivons le modèle économique des plateformes d'ECF. Ce chapitre nous donne une vue d'ensemble de l'environnement dans lequel évolue l'investisseur particulier qui fait l'objet du chapitre suivant.

Le chapitre 2 présente l'objet de notre recherche qui est le comportement de l'investisseur particulier sur le marché de l'ECF. Nous menons un état de l'art sur notre objet de recherche, afin de prendre connaissance de son comportement sur le marché de l'ECF. Nous présentons ses motivations et les critères qui guident ses choix d'investissement. Ce chapitre nous permet de voir les limites de la littérature sur le comportement des investisseurs particuliers en ECF.

Le chapitre 3 est axé sur la finance comportementale. Ce chapitre a pour but de compléter théoriquement la compréhension que nous avons du comportement de l'investisseur particulier en ECF. Nous montrons les sources et les effets des biais comportementaux sur les décisions d'investissement. Ce chapitre nous sert également à construire ultérieurement notre guide d'entretien pour l'étude exploratoire et les hypothèses finales de la troisième étude. Nous soulignons également quelques biais comportementaux déjà étudiés en ECF.

Au bout de ces trois premiers chapitres, notre périmètre de recherche est défini. Nous avons décrit le comportement connu de l'investisseur particulier et avons présenté la littérature sur la finance comportementale.

Le chapitre 4 présente nos deux études exploratoires, qui ont pour vocation d'approfondir les connaissances que nous avons du comportement de l'investisseur particulier. Ce chapitre comprend deux études : des entretiens semi-directifs et une analyse textuelle de données secondaires. Notre démarche par abduction exige ici de confronter nos résultats exploratoires à la littérature des trois précédents chapitres.

Les chapitres 5 et 6 présentent la construction de notre modèle et les résultats de notre troisième étude quantitative. C'est au chapitre 5 que nous présentons à la fois notre modèle conceptuel, les hypothèses de recherche qui seront testées et la construction de nos échelles de

mesure. Au chapitre 6, nous menons la troisième étude. Nous présentons notre méthodologie quantitative, les tests d'hypothèses et les résultats de cette étude.

À la **conclusion générale**, nous discutons de l'ensemble de nos résultats. Tout d'abord, nous montrons en quoi nos différentes études ont contribué théoriquement à la compréhension des décisions d'investissement des *crowdfunders* particuliers. Aussi, nous présentons les apports que peuvent avoir nos résultats pour les *crowdfunders* particuliers et les plateformes d'ECF. Par la suite, nous soulignons les limites de notre travail de recherche tant au niveau théorique que méthodologique. Enfin, nous proposons des axes de recherches pour les travaux futurs sur le marché de l'ECF.

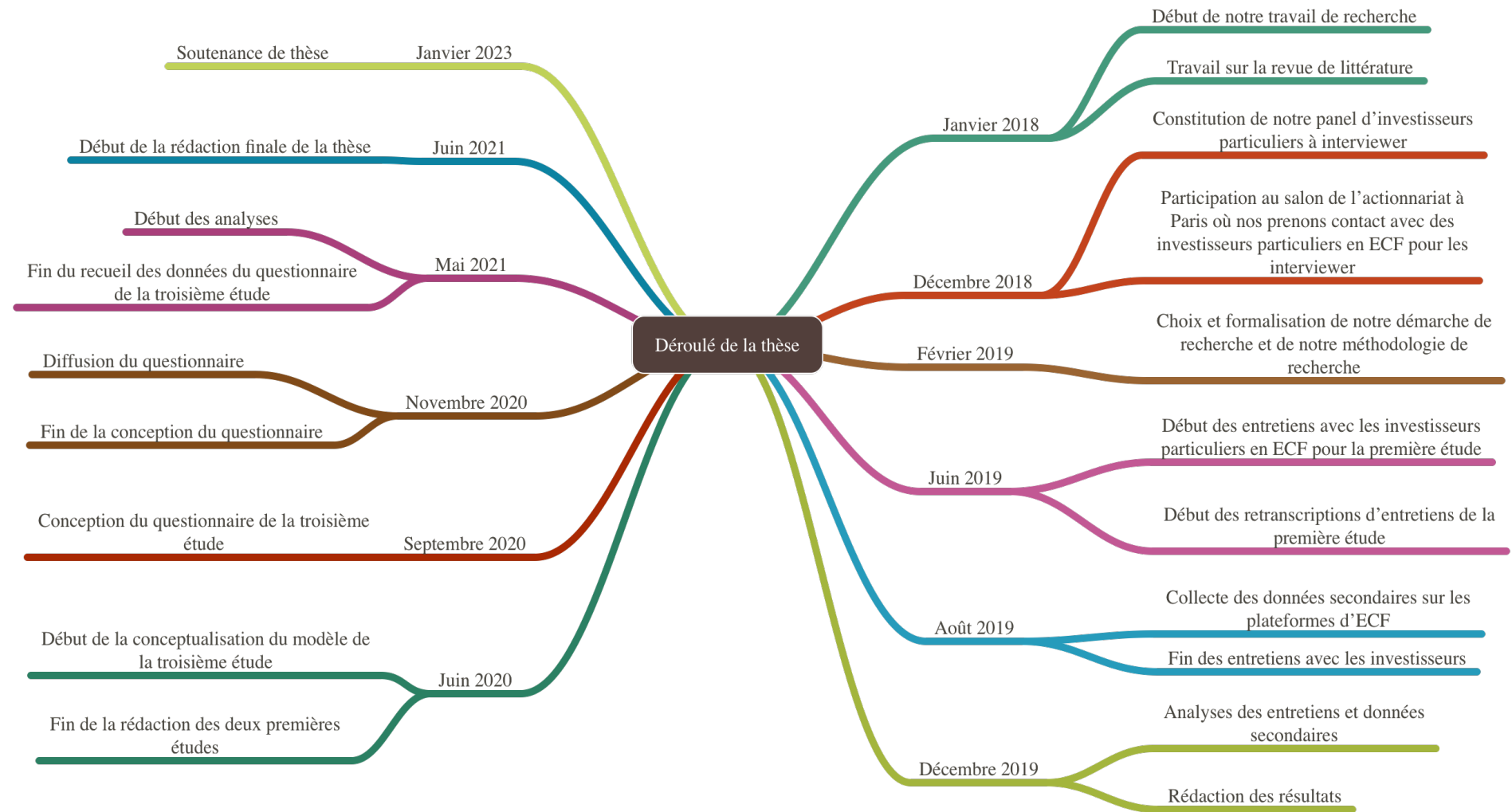


Figure 6. Dérouté temporel de notre travail de recherche
(à lire dans le sens des aiguilles d'une montre)

Première partie :
état de l’art des travaux portant sur le
marché *l’Equity crowdfunding* et études
exploratoires

Introduction première partie

Depuis près d'une douzaine d'années, plusieurs travaux ont étudié le marché de l'ECF et les investisseurs qui y sont présents. Ces différents travaux ont contribué à répondre à des questions sur son fonctionnement et sur les motivations des *crowdfunders* particuliers. À ce jour, le marché de l'ECF ne cesse de se transformer, et suscite encore bon nombre de questionnements, aussi bien dans le milieu académique que professionnel. Il s'agit dans cette première partie de thèse de présenter en particulier les différents travaux portant sur le modèle d'investissement ECF, et le comportement des investisseurs particuliers qui y sont présents. Nous présenterons également les autres formes de CF.

Dans notre démarche abductive comme présentée à l'introduction générale, cette première partie comporte trois chapitres sur la revue de littérature et un chapitre sur nos études exploratoires. Il s'agit dans les trois premiers chapitres de prendre connaissance des travaux en ECF et de poser les bases théoriques de notre recherche. Le chapitre 4 comporte deux études exploratoires dont les résultats seront confrontés à la précédente revue littérature. L'objectif est de compléter nos connaissances en allant sur le terrain afin de poser notre question de recherche finale. Cette question de recherche finale est traitée en deuxième partie de thèse et tente de confirmer ou non l'existence de certains éléments observés dans notre première partie.

Cette première partie comporte quatre chapitres. Le chapitre 1 présente notre périmètre de recherche. Le chapitre 2 définit notre objet de recherche qui est les investisseurs particuliers et leurs motivations. Le chapitre 3 présente les fondements théoriques de notre recherche. Le chapitre 4 déroule nos études exploratoires.

- **Chapitre 1 : État des lieux du marché de l'ECF.** Nous faisons un état des lieux du marché de l'ECF qui est notre périmètre de recherche. Nous ne manquons pas de présenter les autres formes de CF pour marquer la différence avec l'ECF.
- **Chapitre 2 : Le comportement des investisseurs individuels présents sur le marché de l'Equity crowdfunding.** Nous présentons notre objet de recherche qui est l'investisseur particulier sur le marché de l'ECF. Son profil, ses motivations à investir et ses critères d'investissement sont exposés.
- **Chapitre 3 : Finance comportementale : asymétrie d'informations et biais comportementaux sur le marché de Equity crowdfunding.** Nous exposons les

concepts et théories liés à la finance comportementale et l'asymétrie d'informations qui soutiennent notre travail de recherche.

- **Chapitre 4 : Études exploratoires du comportement des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF.** Nous menons deux études exploratoires pour approfondir nos connaissances et poser une question de recherche finale qui sera traitée dans la deuxième partie de la thèse.

À l'issue de cette première partie, notre périmètre de recherche et notre objet sont clairement définis et présentés. À partir de la revue de littérature et de nos résultats exploratoires, nous construirons les hypothèses de notre troisième étude.

Chapitre 1 : État des lieux du marché de l'*Equity crowdfunding*

Objectifs de ce chapitre : Ce chapitre a deux objectifs principaux, qui sont d'une part de présenter les différents modèles de financement participatif et d'autre part de mettre l'accent sur l'ECF. Ce dernier point est notre périmètre de recherche, nous décrivons son fonctionnement, ses apports, les acteurs de son écosystème, la législation qui l'entoure et son modèle économique.

Introduction du chapitre 1

Le premier objectif de ce chapitre est de présenter au lecteur le marché du CF. Il est composé de différentes formes de financement (Onnée et Renault, 2013) :

- Le CF par le don (avec ou sans récompenses) dans lequel des personnes physiques ou morales financent des projets pour aider et sans espérer un retour financier.
- Le CF par prêt ou *Crowdlending* dans lequel des personnes physiques ou morales prêtent de l'argent avec des intérêts à une entreprise sur une période donnée.
- Le CF par capital ou ECF permet à des personnes physiques ou morales d'acheter des parts (actions) du capital d'une entreprise, en espérant faire une plus-value à la revente.

Ces différents modes de financement reposent sur un même modèle de collecte de fonds faisant intervenir trois acteurs principaux : une **foule de contributeurs (*crowdfunders*)** qui apportent des moyens financiers à des **porteurs de projets**, à travers une **plateforme de financement participatif** qui joue le rôle d'intermédiaire entre les deux précédents acteurs. Ces trois acteurs se trouvent interdépendants et évoluent dans un écosystème d'affaires qui crée de la valeur pour chacun d'eux.

Le second objectif est de décrire en profondeur le modèle du financement participatif par capital ou ECF, qui est notre périmètre de recherche. Nous présentons son fonctionnement, son écosystème en énumérant les acteurs qui interviennent sur ce marché et leurs rôles. Nous expliquons ensuite l'importance de ce mode de financement pour les entrepreneurs et le tissu économique. Nous parlons de la législation qui entoure cette activité dans les différents pays que sont la France, l'Angleterre et les États-Unis. Enfin, nous présentons le modèle économique qui soutient cette activité.

1. Le financement participatif ou *crowdfunding* et ses différentes formes

1.1 Définitions du financement participatif

Mollick et Alicia (2016) décrivent le *crowdfunding* comme un marché qui permet la démocratisation de l'accès à des capitaux légers, en donnant la possibilité à toute personne (physique ou morale) d'investir ou de solliciter des financements. Dans ce marché, plusieurs acteurs se côtoient, des experts et non-experts financiers, des entrepreneurs chevronnés et des moins expérimentés. De manière brève, le CF est une nouvelle forme de financement qui permet de soutenir le développement de l'entrepreneuriat en apportant de nouvelles solutions de levée des fonds Ziegler et *al.* (2021).

Selon Kleemann et *al.* (2008, p.1), le *crowdfunding* prend sa source dans le *crowdsourcing*. Ce dernier est une activité dans laquelle, « une entreprise à but lucratif externalise des tâches spécifiques essentielles à la fabrication ou à la vente de son produit au grand public (la foule) sous la forme d'un appel ouvert sur internet, avec l'intention d'amener des individus à apporter une contribution au processus de production de l'entreprise gratuitement ou pour un prix nettement inférieur à la valeur de cette contribution ». Belleflamme et *al.* (2013), et Kleemann et *al.* (2008) mettent l'accent sur l'internet (Web 2.0) comme étant le vecteur de cette activité qui a pour effet de faciliter l'appel à la foule. Dans le CF, ce ne sont plus exclusivement les entreprises qui sollicitent la foule pour répondre à un besoin, mais toute personne souhaitant réaliser un projet. Nous présentons ici quelques définitions du CF (cf. tableau 2).

Tableau 2. Quelques définitions du *crowdfunding*

Auteurs	Définitions du <i>crowdfunding</i>
Belleflamme et <i>al.</i> (2014, p.8)	Un appel ouvert, principalement via internet, pour la fourniture de ressources financières sous forme de don ou en échange du futur produit ou d'une forme de récompense et/ou de droit de vote.
Onnée et Renault (2013, p. 55)	Consiste pour un porteur de projet (quel que soit son statut : particulier, organisation marchande ou non marchande, etc.) à avoir recours aux services d'une plateforme de financement (généraliste ou spécialisée) afin de proposer un projet (finalisé ou non) auprès d'une communauté (large ou ciblée) de contributeurs qualifiés de soutiens (backers) en échange éventuellement de contreparties préalablement définies .
Mollick (2012, p.1)	Le financement participatif est une nouvelle méthode pour financer une variété de nouvelles entreprises, permettant aux fondateurs individuels de projets à but lucratif, culturel ou social de demander un financement à de nombreuses personnes, souvent en échange de produits futurs ou de fonds propres.
Schwienbacher et Larralde (2010, p.4)	Le financement d'un projet ou d'une entreprise par un groupe d'individus au lieu d'entités professionnelles (comme, par exemple, des banques, des capital-risqueurs ou des Business Angels)

De ces différentes définitions, nous retenons que le CF fait appel à des personnes (physiques et morales) qui peuvent ensemble financer un projet au même moment. C'est une forme de financement qui est à la portée de toute personne ayant un projet et souhaitant se faire financer, peu importe le domaine, le niveau ou le statut de son projet. Le CF rassemble trois groupes d'acteurs. Nous avons d'un côté des personnes à la recherche de financement pour réaliser leurs

projets. De l'autre côté, il y a des personnes ayant les ressources financières et souhaitant financer des projets ou aider d'autres personnes à se réaliser. Entre ces deux personnes, se situe une entité qui est une plateforme de financement, elle joue le rôle d'intermédiaire entre les deux autres personnes. Cette plateforme de financement exerce son activité sur internet et permet le cas échéant de rassembler un large panel d'acteurs à travers le monde. Elle se comporte comme une plateforme de commerce électronique, dans laquelle les acteurs peuvent acheter des actifs financiers ou des produits et services, prêter ou donner de l'argent afin d'aider ou de contribuer à un projet. Cet aspect commerce électronique fait du CF un marché très ouvert (Guan et *al.*, 2020).

1.2 Les plateformes de *Crowdfunding* revêtent un caractère de commerce électronique

« Le commerce électronique est toute activité commerciale qui opère via un support électronique tel qu'internet » (Nisar et Prabhakar, 2017, p.137). L'un des critères qui caractérisent le commerce électronique est la capacité à passer des commandes en ligne via internet (Alain Rallet, 2001). Aussi, le commerce électronique remplit plusieurs fonctions au-delà de l'achat et de la vente. Il facilite le processus d'acquisition d'achat et de vente tant pour l'acheteur que pour le vendeur, et il réduit les coûts de transaction (Nisar et Prabhakar, 2017). Chen (2021) stipule que les plateformes de CF sont des plateformes de commerce électronique (e-commerce). Elles sont basées sur le web 2.0 qui permet l'échange d'informations entre utilisateurs. Autrement dit, le CF permet aux porteurs de projets de vendre leurs produits ou leurs services à travers des campagnes de financement à de potentiels clients ou investisseurs, via une plateforme de commerce en ligne, en l'occurrence les plateformes de CF (Beier et Wagner, 2015). Guan et *al.* (2020) utilisent l'expression de « *e-crowdfunding* » pour souligner que les plateformes de CF agissent comme des plateformes d'e-commerce. De plus, les plateformes de CF intègrent également sur leurs sites des éléments similaires à ceux du e-commerce tels que : les vidéos, les photos permettant de présenter son projet, et des liens vers les réseaux sociaux. On peut également parler de commerce social qui est une combinaison de commerce et réseau sociaux (Bougraine et Barzi, 2020). En effet, les espaces de commentaires ou forums dédiés *crowdfunders* peuvent inciter ces derniers à participer aux campagnes de financement (Beier et Wagner, 2015). Tous ces éléments font du CF un commerce en ligne où se vendent et s'achètent des projets.

1.3 Les différentes formes du financement participatif

Avant de parler des différentes formes de CF, il est essentiel de présenter les différentes phases de collecte de fonds qui sont valables pour les trois modèles de CF. Nous pouvons voir dans la Figure 7 ci-dessous le déroulement d'une campagne de financement.

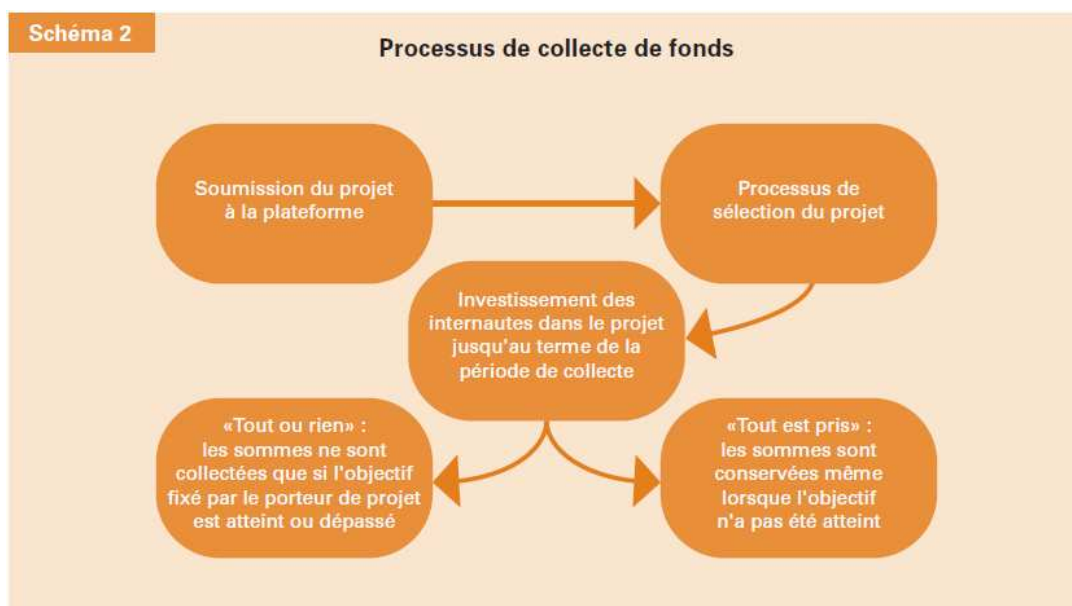


Figure 7. Processus de collecte de fonds en crowdfunding

Source : Onnée et Renault (2014)

La première phase est la réception des dossiers de la campagne. Ici, les entreprises ou des porteurs de projets déposent leurs dossiers auprès de la plateforme CF. Cette dernière les examine et fait des audits pour évaluer la viabilité du projet (Löher, 2017). Certaines plateformes soumettent également les projets à l'appréciation de foule, afin que celle-ci donne ou pas son approbation à une collecte de fonds (Onnée et Renault, 2013). C'est le cas de la plateforme Wiseed qui appelle cette méthode « l'*e-vote* » (voir Figure 8). L'*e-vote* : « permet à tout un chacun (membre de la plateforme) de donner son avis pour un projet, d'émettre une intention d'investissement et de poser éventuellement une question aux dirigeants. C'est donc l'occasion de marquer son soutien pour un projet et/ou de manifester un intérêt financier »¹. La

¹ Wiseed. <https://blog.wiseed.com/2017/02/16/que-pensez-vous-de-la-phase-de-vote-sur-wiseed/> [consulté le 07/06/2021]

plateforme de prêt Lendix propose un test d'éligibilité² préalable pour les PME/TPE pour pouvoir traiter ultérieurement la demande de prêt. Chez Lendix, les entreprises doivent montrer qu'elles respectent certains critères notamment un chiffre d'affaires supérieur à 250 000 €, avoir son siège social en France, être une société commerciale (SA, SARL, SAS...), être profitable et présenter une capacité de remboursement suffisante.

Si le projet est retenu, la plateforme et le porteur de projet vont entrer dans la phase de négociation. Dans cette phase, les modalités financières, administratives et légales vont être discutées. Ces modalités sont relatives entre autres : aux types de titres financiers émis et aux modalités qui seront attachées à ces titres selon Décret n° 2014-1 053 du 16 septembre 2014³ ; au montant souhaité pour la collecte de fonds ; à la valorisation de l'entreprise ; aux modalités d'entrée au capital dans le cas d'une campagne en ECF ; aux commissions prélevées par la plateforme sur les fonds collectés ; à la durée de la campagne sur la plateforme, etc.

Votez pour KESK

Kesk est l'IA de régulation et de supervision en temps réel du trafic routier.

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	👍 👎	Règlementation	👍 👎

VALIDER →

Figure 8. Processus e-vote de la plateforme Wised

Source : plateforme d'ECF Wised

² Lendix. <https://fr.october.eu/pme-emprunter-sur-lendix-en-4-etapes/> [consulté le 07/06/2021]

³ Légifrance le service public de la diffusion du droit. (2014) <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029463569&categorieLien=id> [consulté le 07/09/2021]

L'étape suivante est celle de la publication du projet sur la plateforme en vue de collecter les fonds auprès des investisseurs. Elle se termine à la date prévue dans les contrats.

Selon les plateformes de financement, les fonds levés sont remis au demandeur de financement si et seulement si le montant sollicité est atteint : c'est *le tout ou rien*. Pour d'autres plateformes, un seuil minimal doit être atteint pour que les fonds puissent être remis au demandeur (Onnée et Renault, 2014) (cf. figure 7 précédente). En cas de dépassement du seuil de collecte attendu, le porteur de projet doit stipuler aux investisseurs ce qu'il souhaite faire des fonds supplémentaires. On parlera alors de *Stretch goal*. « Dans le champ du *Crowdfunding*, un *stretch goal* désigne communément un objectif fixé au-delà du seuil financier ou du nombre de préventes préalablement défini par le porteur de projet. Un ou plusieurs *stretch goals* peuvent être ajoutés à tout moment de la campagne pour tout objectif et tout type de retombées associées. Les *stretch goals* ont pour finalité de dynamiser une campagne dont le succès est espéré ou avéré. Si le succès est au rendez-vous, et conséquemment, si l'objectif initial est atteint, les *stretch goals* sont de nature à inciter les backers à donner » (Renault, 2020, p. 15).

La clôture de la campagne de financement se fait par la remise des fonds collectés au porteur du projet. Celle-ci est accompagnée des signatures des actes juridiques qui engagent les différentes parties, ayant lié des relations contractuelles durant cette campagne.

Il est important de souligner que les investisseurs sur les plateformes d'ECF peuvent investir individuellement sur un projet ou en syndication avec d'autres investisseurs. Bessière et Stéphanie (2017) distinguent deux approches de représentation : « *Club* » et « *Holding* ». Le *Club* fait référence à une représentation individuelle dans laquelle chaque investisseur agit en son nom uniquement. Il n'y a aucune entité qui le représente au sein de l'entreprise où il a investi. La *Holding* fait référence à une syndication faite par la foule d'investisseurs. C'est généralement la plateforme qui représente cette syndication dans l'entreprise financée. Les frais de cette holding sont supportés par l'ensemble des investisseurs.

1.3.1 Le financement participatif par le don avec ou sans récompenses

Le financement participatif par le don est la forme la plus simplifiée de ce mode de financement. Il revêt un caractère non lucratif (Hemer et Joachim, 2011). La foule contribue à des campagnes de financement dans le but d'aider des personnes à réaliser des projets dont

l'objectif est en grande partie sociétal (bien-être communautaire, charité, projet open source, ONG) (Griffin, 2012). Les donateurs sont altruistes et motivés par la volonté de donner et n'attendent pas de contrepartie (Hemer et Joachim, 2011).

Nous avons également le CF avec récompenses ou *Rewards crowdfunding*. Ce mode de financement est prédominant dans les campagnes qui revêtent un caractère artistique (musique, livre, film, mode, jeu, photographie, etc.) (Rossi, 2014). Ici, la foule contribue à un projet et est récompensée de sa contribution par une contrepartie qui lui est donnée par le porteur de projet. Cette contrepartie n'est pas financière (Agrawal et *al.*, 2014). Selon le montant de la contribution, le *crowdfunder* peut se voir offrir différents types de récompenses. Comme un porte-clés, ou encore l'inscription de son nom sur le générique d'un film pour lequel il a contribué (Devashis Mitra, 2012).

Enfin, nous avons le CF par la précommande dans lequel le *crowdfunder* reçoit un exemplaire du produit pour lequel il a contribué à la création. Le porteur de projet dans le but de lancer sa production, lève des fonds sur une plateforme de CF. Les contributeurs précommandent le produit en participant à la campagne. Les prix en précommande sont inférieurs aux prix qui seront présentés à ceux qui n'auront pas participé à la campagne (Belleflamme et *al.*, 2014). Pour exemple, un contributeur ayant soutenu financièrement la production d'une bande dessinée reçoit en retour un exemplaire de cette bande dessinée. Le financement participatif par le don 2021 en France présente les montants suivants en million d'euros (voir Figure 9).

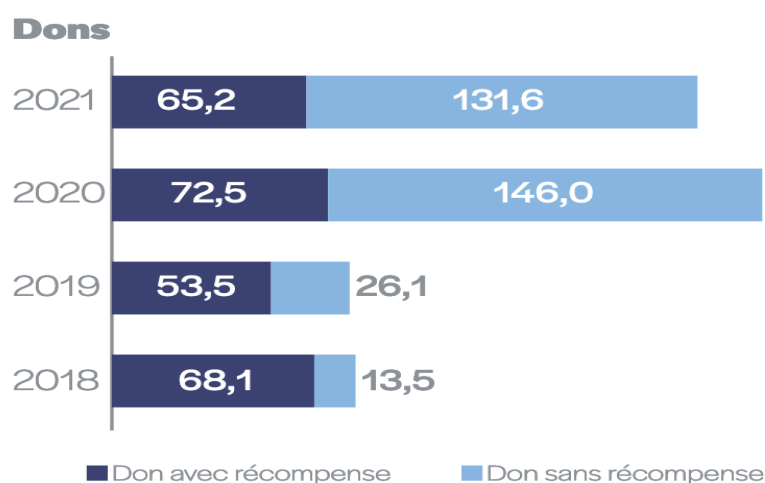


Figure 9. Financement participatif par le don 2021 en France

Source : Mazars – Financement Participatif France (FPF) (2021)

1.3.2 Le financement participatif par le prêt ou *Crowdlending*

Le CF par le prêt fait référence à une activité de prêt d'argent sur internet à travers une plateforme (plateforme de *Crowdlending*). Elle met en relation des emprunteurs et des prêteurs. La spécificité ici est que les prêteurs sont généralement les particuliers ou des personnes physiques (Pierrakis et Collins, 2012).

Dans le *Crowdlending*, les *crowdfunders* prêtent de l'argent à une personne morale ou physique durant une période définie. Ce prêt peut être remboursé avec ou sans intérêt selon les termes établis par les partis. Cependant, le remboursement avec intérêts est l'activité la plus courante (Bradford, 2012).

Ce mode de financement direct de petites et moyennes entreprises par les particuliers est une alternative de financement pour les entreprises. Elles ne sont plus obligées de se tourner vers les banques pour obtenir des crédits (Maier, 2016). Ce dernier décrit ce phénomène comme une relation consommateurs — entreprises (customers to Business, C2B) dans laquelle les consommateurs prêtent de l'argent aux entreprises. Le financement participatif par le prêt en 2021 en France présente les montants suivants en million d'euros (voir Figure 10).

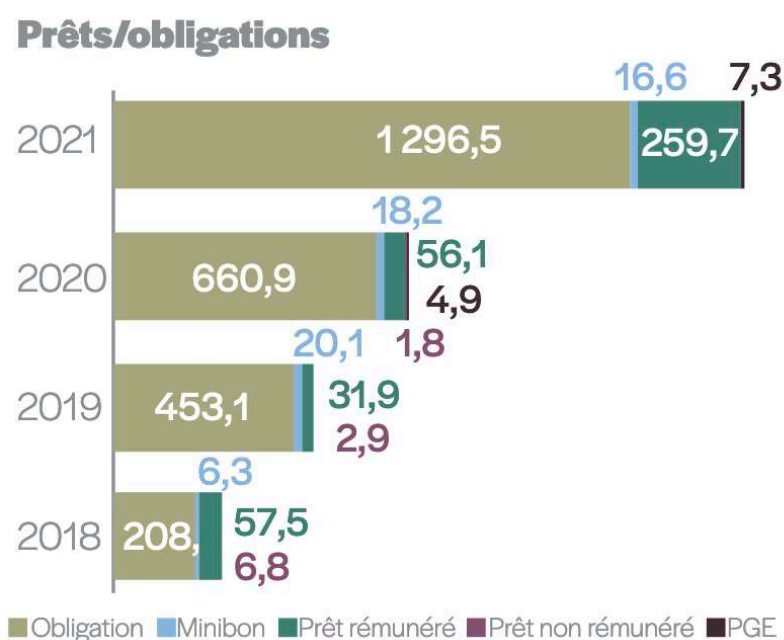


Figure 10. Financement participatif par le prêt 2021 en France

Source : Mazars – Financement Participatif France (FPF) (2021)

1.3.3 Le financement participatif par capital ou *Equity-crowdfunding* (ECF)

L'ECF est un mode d'investissement qui intervient dans les premières phases de croissance d'une entreprise (Bessière et Stéphanie, 2015). La littérature donne quelques définitions à ce mode de financement (cf. tableau 3).

Tableau 3. Quelques définitions de l'ECF

Auteurs	définitions de l'ECF
Vismara (2019, p. 1)	Le financement participatif en fonds propres [...] est une forme de financement dans laquelle les entrepreneurs lancent un appel ouvert pour vendre un montant spécifique de fonds propres de leur entreprise sur internet.
Hornuf et Schwenbacher (2016, p. 7)	Le financement participatif en actions (également appelé financement participatif basé sur l'investissement, financement participatif basé sur des titres et investissement participatif) est une sous-catégorie de financement participatif dans laquelle les entreprises émettent des titres financiers pour satisfaire leurs besoins en capital.
Ahlers et al. (2015, p. 5)	Une méthode de financement par laquelle un entrepreneur vend des actions ou des parts assimilables à des actions d'une entreprise à un groupe de (petits) investisseurs par le biais d'un appel ouvert à financement sur des plateformes internet.
Pierrakis et Collins (2012, p. 10)	Le financement participatif en actions est défini comme l'offre de titres par une entreprise privée au grand public, généralement via une plateforme en ligne. Le modèle permet à quiconque d'acquérir une participation dans des entreprises privées, c'est-à-dire celles qui n'ont pas encore été introduites en bourse, en permettant à une entreprise d'offrir une certaine proportion de ses fonds propres pour un montant fixe de capital qu'elle vise à lever.
Plateforme d'ECF Wiseed ⁴	L'Equity crowdfunding, crowdfunding en capital ou financement participatif de PME permet à des particuliers de se regrouper pour investir via internet dans des start-ups et en devenir actionnaire. Le crowdfunding permet ainsi de mobiliser l'épargne d'investisseurs particuliers pour investir au capital de jeunes entreprises innovantes.

⁴ Wiseed. (2020). <https://www.wiseed.com/fr/crowdfunding> [consulté le 07/09/2021]

Des différentes définitions présentées, nous pouvons constater que trois éléments sont régulièrement cités. Premièrement, une entreprise qui vend des parts de son capital sous forme d'actions. Deuxièmement, cette vente se fait via une plateforme en ligne. Troisièmement cette vente est à destination d'un grand nombre d'investisseurs. Pierrakis et Collins (2012, p. 10) précisent que ces entreprises en recherche de financement n'ont pas encore été introduites en bourse.

À la suite de ces différentes définitions, nous pouvons proposer la définition suivante : l'ECF est une forme de financement qui permet aux entreprises non cotées en recherche de capitaux de vendre via des plateformes de financement en ligne des parts de leurs entreprises sous forme d'actions à des investisseurs de toutes catégories. L'intérêt de cette définition est qu'elle précise que les investisseurs peuvent être de toutes catégories et que les entreprises sont non cotées. Ces deux éléments ne sont pas clairement soulignés dans certaines définitions.

Il est important de souligner que la classification des différents titres financiers émis en CF diffère selon les études. Nous constatons que le baromètre du Financement Participatif France 2021 a classé les titres financiers en obligations dans le *Crowdlending* plutôt qu'en ECF. Pourtant certaines plateformes d'ECF émettent des titres financiers en obligations sans pour autant opérer dans le *Crowdlending* à l'exemple de Wiseed ou d'Anaxago.

Bessière et Stephany (2017) soulignent trois spécificités à l'ECF :

- Un accès libre au projet : certains projets sélectionnés au préalable sont présentés à la foule avec le montant sollicité sur la plateforme de financement.
- Un choix direct fait par l'investisseur : c'est à ce niveau et tout librement que les investisseurs font leur choix d'investissement. Ils investissent le montant voulu, en prenant en compte le prix plancher et le nombre maximum de personnes pouvant souscrire au projet, généralement déterminé par le porteur de projet et la plateforme.
- La transparence dans le projet : elle se traduit par une diffusion constante de l'information, notamment sur l'affectation des ressources financières qui seront levées lors de la campagne, sur les porteurs de projet et les rémunérations salariales.

La plateforme SOWEFUND montre que l'ECF intervient généralement durant la phase d'amorçage (recherche et développement et de la phase de premier succès) (voir Figure 11).

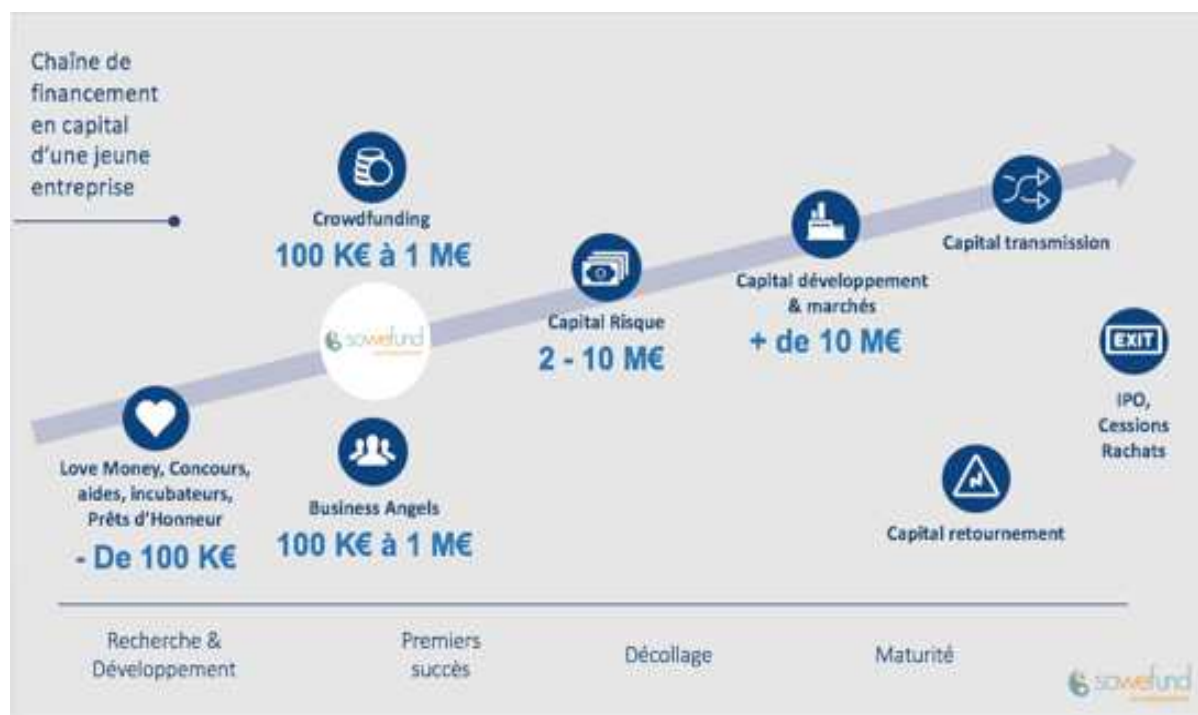


Figure 11. Chaîne de financement en capital d'une jeune entreprise

Source : plateforme de financement participatif Sowefund⁵

L'ECF est un mode de financement complexe en raison des types de contrats financiers associés à celui-ci. Les investisseurs peuvent être à la fois des particuliers, des entreprises, des fonds d'investissement, des banques (Mitter et Krauss, 2011). Les risques sur ce marché sont très élevés, les entreprises sont jeunes et proposent des produits et services innovants qui pour certaines ne sont pas encore prêts à être commercialisés (Hornuf et Schwienbacher, 2015). Malgré cela, le marché de l'ECF en France montre des résultats croissants. Nous pouvons le voir sur la Figure 12 qui présente l'évolution en million d'euros des fonds collectés de 2018 à 2021 en France. Sur la Figure 13, on observe les montants collectés en ECF dans les grandes parties du monde durant l'année 2020.

⁵ Sowefund. (2018). <https://sowefund.com/guide-investisseur/qu-est-ce-que-l-investissement> [consulté le 15/04/2020]

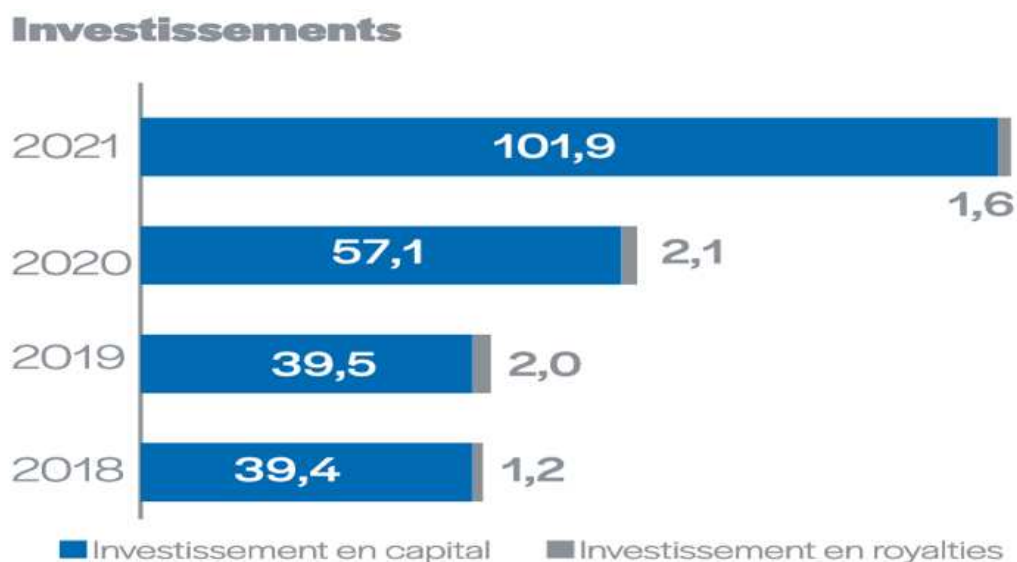


Figure 12. Financement participatif par capital de 2018 à 2021 en France

Source : Mazars – Financement Participatif France (FPF) (2021)

Geography	Equity-based Crowdfunding	Real Estate Crowdfunding	Revenue/Profit Sharing	Community Shares	Total Equity Models
APAC of which market share	\$333.5m 45%	\$351.8m 48%	\$51.5m 7%	\$0.6m 0%	\$737.4m
China of which market share	\$0.0m 100%	0%	0%	0%	\$0.0m
Europe of which market share	\$279.7m 25%	\$822.1m 73%	\$26.1m 2%	\$0.0m 0%	\$1127.9m
LAC of which market share	\$12.6m 34%	\$23.8m 64%	\$0.5m 1%	0%	\$36.9m
MENA of which market share	\$12.5m 100%	0%	0%	0%	\$12.5m
SSA of which market share	\$1.2m 15%	\$0.0m 0%	\$6.6m 85%	0%	\$7.8m
UK of which market share	\$549.3m 84%	\$84.0m 13%	0%	\$23.1m 4%	\$656.4m
USA & Canada of which market share	\$331.5m 18%	\$1495.4m 82%	0%	0%	\$1827.0m
TOTAL of which market share	\$1520.4m 35%	\$2777.1m 63%	\$84.6 2%	\$23.7m 1%	\$4405.9m

Figure 13. Financement participatif par capital dans le monde en 2020

Source : Ziegler et al. (2021)

Suite à la présentation des différentes formes de CF, nous allons apporter plus d'éléments permettant de décrire notre périmètre de recherche qui est le marché de l'ECF. Nous allons présenter les solutions qu'apporte ce marché en matière de financement, son écosystème, les aspects réglementaires de ce marché, et nous terminerons en présentant son modèle économique.

1.4 Le marché de l'*Equity crowdfunding* répond aux besoins des entreprises en recherche de financement

Le marché de l'ECF apporte des solutions concrètes aux besoins de jeunes entreprises. Pour les porteurs de projets, trois avantages sont à souligner. Premièrement, c'est un outil de financement complémentaire à l'offre bancaire. Deuxièmement, il permet aux dirigeants de garder le contrôle sur leurs entreprises. Enfin, il permet aux dirigeants de profiter des conseils, des avis ou du réseau des investisseurs qui prennent part aux campagnes de financement. Quant aux investisseurs, c'est une nouvelle offre d'investissement qui s'ouvre à eux.

1.4.1 L'ECF un outil de financement complémentaire aux solutions bancaires

Macht et Weatherston (2014) soutiennent que l'accessibilité à l'ECF et sa capacité à soulever des investissements très rapidement (1 à 6 mois maximum selon les plateformes) font de lui un outil efficace. De plus, là où les banques hésitent à investir, l'ECF devient la solution pour surmonter les difficultés de financement des start-ups qui ne sont pas encore matures. En plus d'être complémentaire aux financements bancaires, l'ECF réduit les coûts d'intermédiation. Vulkan et *al.* (2016) ont mené une étude sur 636 projets sur la plateforme d'ECF anglaise SEEDRS de 2012 à 2015. Ils montrent que 216 (dont 33,9 %) projets ont finalement réussi leur campagne et ont pour la plupart dépassé l'objectif de financement fixé de 275 %, avec un objectif de départ moyen de 138 228 £. Ils pensent que pour les petits appels à financement, l'ECF est susceptible de devenir un mode de financement important. L'une des raisons à cela est que le marché de l'ECF fait appel à différents types d'investisseurs au même moment. Ces investisseurs peuvent être : des Business Angels (BA), des particuliers, des entreprises, des banques, ou des sociétés de capitaux risque (VC) (Mitter et Krauss, 2011 ; Vismara 2019 ; Boyer et *al.*, 2016).

Pour Mollick et Robb (2016), la levée des capitaux à travers internet marque la démocratisation de l'accès au capital. Désormais, les porteurs de projets ne sont plus contraints de se tourner vers les banques et les sociétés de capitaux risque. Les particuliers sont une nouvelle source de financement. L'ECF réduit le niveau et les coûts liés à l'accès à l'information et à l'intermédiation entre les parties.

Agrawal et *al.* (2011), Mollick (2014) et Vulkan et *al.* (2016) constatent que la dispersion géographique n'a plus d'effet particulier sur les intentions des investisseurs. L'ECF efface les barrières géographiques. Ils montrent que les campagnes de financement sont soutenues par des personnes vivant parfois loin des projets. L'ECF permet de solliciter une foule d'investisseurs géographiquement dispersée.

1.4.2 L'ECF permet aux dirigeants de garder le contrôle de leurs entreprises

Block et *al.* (2018) soutiennent que l'ECF permet aux porteurs de projet d'être plus libres dans leur prise de décision. Ils subissent moins d'influence dans la gestion lorsqu'ils sont financés en ECF. La raison à cela est que les parts sociales cédées par les porteurs de projets sont très petites, et elles sont acquises par plusieurs petits *crowdfunders* sans influence. Block et *al.* (2018) présentent ainsi les *crowdfunders* comme un ensemble des investisseurs passifs n'ayant pas un impact significatif direct sur le management de l'entreprise. En effet, les *crowdfunders* pris individuellement, et au regard leur droit de vote relatif à aux parts du capital détenu, n'ont pas suffisamment d'influence sur les décisions des porteurs de projets.

1.4.3 La foule présente en ECF apporte des solutions aux porteurs de projets

Comme dans les autres formes de CF, la foule présente dans les campagnes de financement en ECF apporte un soutien de plusieurs ordres aux projets qui lui sont présentés. Les résultats de Manthé (2018) montrent que l'expérience utilisateur sur une plateforme d'ECF concourt à augmenter la contribution de certains investisseurs au sein de la communauté d'investisseurs. En effet, les investisseurs moins sophistiqués (qui s'estiment moins expérimentés) participent plus dans les espaces commentaires dédiés aux projets. Pour les porteurs de projets, ces commentaires sont des indicateurs qui montrent l'intérêt des investisseurs, et leurs intentions à participer aux campagnes. À cet effet, Onnée et Renault (2014) soutiennent que la foule se positionne comme ambassadeur du projet. Elle détient de par ses contacts une grande force de

communication. Lorsqu'elle est intéressée, la foule donne plus de visibilité à un projet et contribue à ce que le projet puisse atteindre son objectif de financement. « Le soutien de la foule peut également être le témoignage de sa fidélité à un porteur de projet dans le cas où ce dernier est amené à mener plusieurs campagnes. [...] Certaines plateformes demandent explicitement aux internautes de voter pour les projets en lesquels ils croient ou de faire part de leur préférence... ». (Onnée et Renault, 2014, p. 127) La foule se mue donc en qualité d'expert sur le choix des projets qu'ils pensent être viables.

Ordanini et *al.* (2011) mettent en avant le fait que la foule ne finance que des projets ou des entreprises pour lesquels elle serait prête à acheter les produits ou les services. Elle se mue en potentielle consommatrice et détermine la viabilité du projet sous deux dimensions. La dimension financière (qui requiert de l'expertise dans le domaine financier) et la dimension utilité du projet (produit ou du service). La validation du projet par la foule est un bon signal pour le porteur de projet. Tant pour la suite de la campagne, que pour la réussite commerciale du produit ou service.

1.4.4 Avantages et inconvénients du marché de l'ECF pour les entrepreneurs et les investisseurs

Goglin (2021, p.24-25) souligne plusieurs avantages et inconvénients pour les entrepreneurs et les investisseurs présents sur l'ECF (cf. tableau 4).

Tableau 4. Avantages et inconvénients du marché de l'ECF pour les entrepreneurs et les investisseurs selon Goglin (2021, p.24-25)

Avantages pour les entrepreneurs	Inconvénients pour les entrepreneurs
L'accès à une source de capital pour des besoins qui ne sont pas financés par les banques (biens immatériels tels que les brevets).	Le coût : 5 à 10 % du capital (en ECF), contre 2 % pour un service de mise en relation par une association de BA.
Rapidité de l'opération.	Lourdeur de la gouvernance en cas de club d'investisseurs (suivi et communication).
Recevoir les feed-back de la part des internautes (étude de marché et crowdsourcing).	Partage du pouvoir avec les actionnaires qui ont un droit de regard sur les orientations stratégiques.
Bénéficier de l'effet ambassadeur de ces nouveaux actionnaires.	Impossibilité de filtrer les investisseurs, or, ceux-ci peuvent avoir une vision différente de la stratégie de l'entreprise.
Le succès d'une nouvelle campagne est un signal qui facilite d'éventuelles levées de fonds ultérieures auprès d'autres investisseurs (BA, VC).	Gêne éventuelle pour les éventuels tours de table ultérieurs si la structure de capital est très dispersée à la suite de la levée par ECF.
Bénéficier de l'effet de médiatisation.	Risque de contrefaçon à la suite de la divulgation d'informations stratégiques.
Avantages pour les investisseurs	Inconvénients pour les investisseurs
Opportunité d'investissement dans une société choisie.	Risques multiples (perte en capital, illiquidité, incompetence managériale, fraude, etc.) »
Implication dans un projet concret.	
Participation à une communauté partageant des centres d'intérêt et/ou des valeurs.	
Incitations fiscales.	

1.5 Les acteurs de l'écosystème d'affaire du marché de l'*Equity crowdfunding*

« Le concept d'écosystème est convié en référence à un environnement élargi, dans lequel des acteurs hétérogènes, dotés de compétences spécifiques, sont susceptibles d'intervenir à des degrés divers dans un processus de création de valeur collectif piloté par une entreprise » (Mira-Bonnardel et *al.*, 2012, p.125). Moore (1996, p. 3) souligne que : « Le terme "écosystème d'affaires" et son pluriel, "écosystèmes d'affaires", font référence à des communautés intentionnelles d'acteurs économiques dont les activités commerciales individuelles partagent dans une large mesure le sort de l'ensemble de la communauté ». Il ajoute qu'un écosystème d'affaires est « une communauté économique soutenue par une fondation d'organisations et d'individus en interaction ».

Le marché de l'ECF se présente comme un environnement dans lequel les plateformes, les investisseurs, les porteurs de projets et d'autres acteurs apportent des moyens et des compétences diverses pour la survie de l'écosystème.

Nous allons ici décrire l'écosystème du marché de l'ECF. Pour y arriver, nous nous sommes servis des informations divulguées par les plateformes d'ECF, et par l'association Financement Participatif France (FPF). Dans cet écosystème, les plateformes mettent en place des stratégies commerciales qui leur permettent de tirer profit de l'environnement et de prendre le leadership. « Elles doivent maintenir leur capacité à alterner stratégies collectives et stratégies compétitives. [...] Mettre en place et conserver une stratégie particulière ne peut stabiliser l'environnement de l'entreprise que pour une période très limitée » (Pellegrin-Boucher et Gueguen, 2005, p.113).

Nous allons d'abord présenter les différents groupes d'acteurs visibles dans la Figure 14 ci-dessous. Ce sont les acteurs qui interviennent sur le marché de l'ECF. Les noms de ces acteurs sont disponibles en annexe 1 de cette thèse. Nous illustrerons ensuite les relations stratégiques de partenariat qui existent entre les banques et les plateformes d'ECF. L'objectif est de montrer la dynamique relationnelle qui existe dans cet écosystème. Nous soutiendrons certains de nos propos avec des verbatim extraits des plateformes d'ECF, dont les liens de référence seront en bas de page.

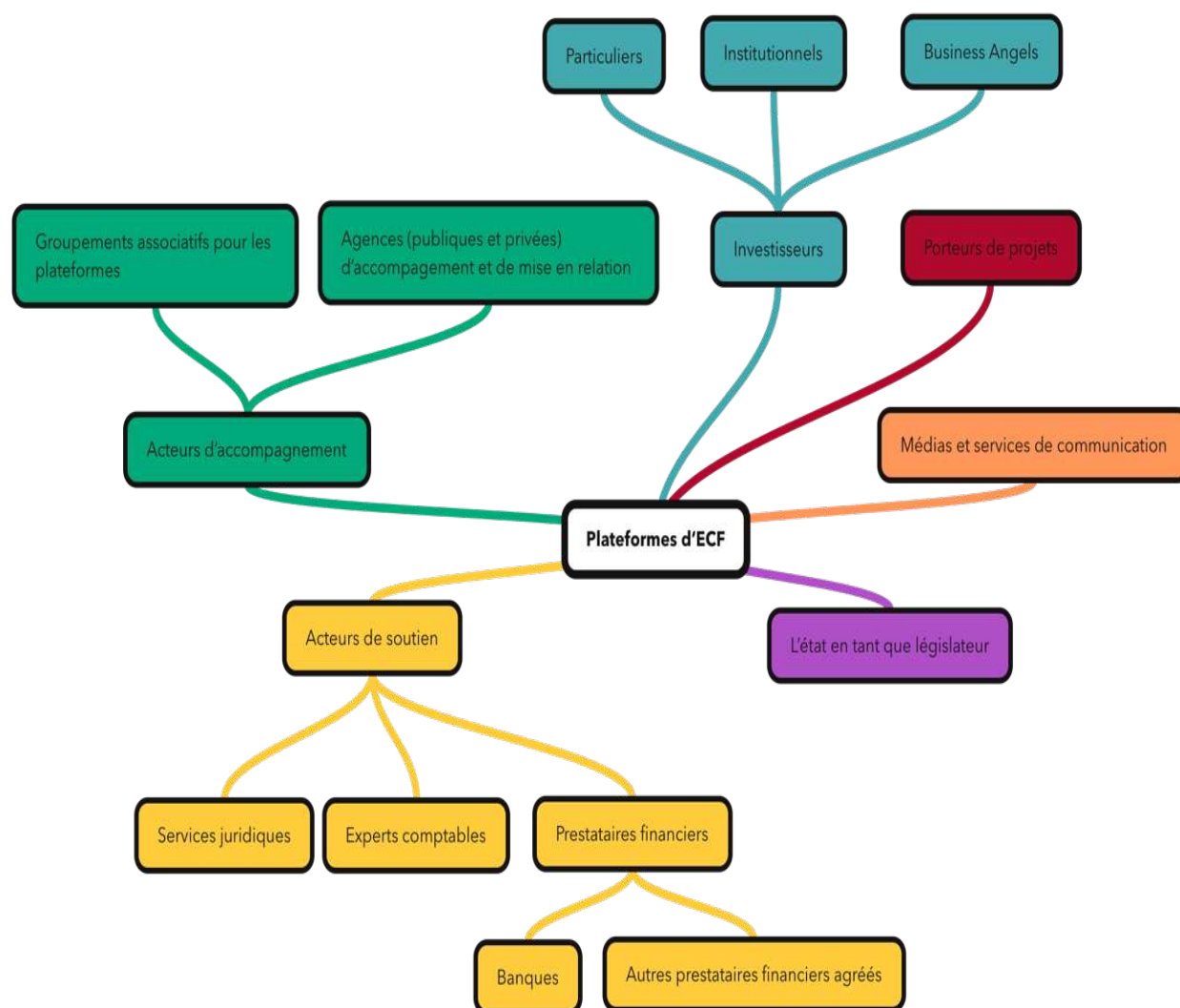


Figure 14. Représentations des acteurs de l'écosystème du marché de l'ECF

Source : Auteur

1.5.1 Les acteurs de l'écosystème d'affaire du marché de l'ECF

Comme premier acteur nous avons les **plateformes d'ECF** qui mettent en relation les investisseurs et les porteurs de projets. Elles sont de plusieurs natures et proposent différents projets dans lesquels investir. Il existe différents types de plateformes d'ECF :

- Des plateformes généralistes, elles proposent en financement tous types de projets dans différents secteurs (énergie, santé, biotechnologie, informatique, etc.) (cf. annexe 2). Comme exemple en France, nous pouvons citer les plateformes Wiseed, Anaxago ou Happy capital.

- Des plateformes thématiques, elles proposent en financement des projets spécifiques à des secteurs d'activité précis ou sur des régions du pays où elles sont implantées. Comme exemple en France, nous pouvons citer Winefunding qui propose des projets dans le vin ; Enerfip qui propose des projets dans l'énergie et le développement durable ; ou encore Gwenneg pour les projets développés sur la région Grand ouest.

Comme deuxième acteur, nous avons **les porteurs de projets ou les entreprises**. Ce sont des personnes morales ou physiques qui ont des projets dans différents domaines. Ils sont à la recherche de financement. Ils doivent justifier de la qualité, de la viabilité et la rentabilité de leurs projets pour réussir à collecter les fonds dont ils ont besoin auprès des **investisseurs**. Ces derniers forment le troisième acteur. Ils peuvent être des particuliers (familles ou amis du porteur de projet, ménages, etc.) ; des acteurs institutionnels comme des banques des sociétés de capitaux risque ou encore des Business Angels. Ils sont à la recherche de placements financiers. Ces différents investisseurs seront décrits dans le chapitre suivant.

Comme quatrième acteur, nous avons les **acteurs de soutien**. Ils apportent des expertises diverses pour assurer le fonctionnement technique et réglementaire du marché. Nous pouvons citer : les prestataires juridiques qui s'assurent du respect des actes juridiques qui sont conclus entre les parties ; les experts-comptables qui peuvent certifier de la qualité d'un plan d'affaires ou des résultats comptable et financier d'une entreprise (Boyer et *al.*, 2016).

Les prestataires financiers sont des acteurs de soutien. Ils apportent des moyens techniques permettant le paiement en ligne. Nous pouvons citer Mangopay, il fournit ses services à la plateforme d'ECF ANAXAGO. La mission de Mangopay est de : « garantir des investissements sécurisés, associer des IBANS aux e-wallets, vérifier les propriétaires du projet »⁶. Lemonway est également un prestataire financier qui fournit ses services de paiement en ligne à la plateforme d'ECF Wiseed. C'est : « un établissement de paiement paneuropéen qui propose une solution dédiée aux plateformes de crowdfunding ainsi qu'aux marketplaces »⁷. D'autres prestataires comme les banques proposent leurs services pour la gestion des comptes bancaires et des actifs financiers générés par le marché de l'ECF.

Comme cinquième acteur, nous avons **l'État en tant que législateur**. Il met en place les règles pour opérer sur ce marché, en imposant des statuts particuliers aux plateformes et en

⁶ Mongopay. <https://www.mangopay.com/fr/rs/> [consulté le 09/09/2021]

⁷ Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/partenaires> [consulté le 09/09/2021]

protégeant les investisseurs. Nous détaillerons le cadre législatif de ce marché au chapitre 1 : 2.

Comme sixième acteur, nous avons **les médias et les entreprises de conseil en CF**. Les médias font référence aux entreprises qui fournissent généralement aux porteurs de projets des outils et canaux pour diffuser et promouvoir leurs campagnes de financement. Crowdfunding Factory ⁸ et Happycrowdfunding ⁹ par exemple sont des agences de conseil et d'accompagnement en financement participatif. Elles proposent d'accompagner les porteurs de projets et leur assurent la réussite dans leurs campagnes de financement. Il existe également des entreprises qui proposent aux porteurs de réaliser des vidéos pour les campagnes de CF.

Enfin, nous avons les **acteurs d'accompagnement**. Nous pouvons citer : l'Association pour le Droit à l'Initiative économique l'(ADIE)¹⁰ qui accompagne les jeunes entrepreneurs ; la Banque Publique d'Investissement (BPI France) qui est un organisme de financement et de développement des petites et moyennes entreprises, et des entreprises de taille intermédiaire. BPI France déclare ceci sur le site de Wiseed qui est une plateforme d'ECF : « *Tousnosprojets.fr est un site proposé par BPI France pour soutenir l'émergence de la finance participative* »¹¹. Aussi, il existe des **groupements associatifs pour les plateformes**. Ils rassemblent les différentes plateformes de CF qui exercent en France, comme l'Association Financement Participatif France (AFPF). Elle « est une association loi de 1901 ayant pour objectif la représentation collective et la défense des droits et intérêts des acteurs de la finance participative (appelé également *crowdfunding*), et plus généralement de tous les acteurs ayant une activité connexe ou complémentaire ou des intérêts communs avec le financement participatif »¹².

Nous allons dans les paragraphes qui suivent montrer que certains acteurs, à l'instar des plateformes d'ECF et des banques, entretiennent des partenariats stratégiques qui leur sont mutuellement bénéfiques.

⁸ Crowdfunding factory. <https://crowdfundingfactory.fr/> [consulté le 06/09/2021]

⁹ Happycrowdfunding. <https://www.happycrowdfunding.fr/> [consulté le 06/09/2021]

¹⁰ Adie. <https://www.adie.org/> [consulté le 06/09/2021]

¹¹ Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/partenaires> [consulté le 06/09/2021]

¹² Financement Participatif France. <https://financeparticipative.org/qui-sommes-nous/notre-projet/> [consulté le 06/09/2021]

1.5.2 Les partenariats d'affaires : cas des banques et les plateformes d'ECF

Certaines banques se sont lancées dans des partenariats ou des créations de plateformes d'ECF en vue de s'aligner sur cette nouvelle forme de financement. Comme le soulignent Attuel-Mendès et Collin (2018, p. 111) : « les plateformes ont besoin de tisser des partenariats avec les experts financiers, les banques, les BA, les différents évaluateurs de projets ou coach potentiels pour crédibiliser, améliorer et optimiser les services ». En effet, les banques détiennent les moyens nécessaires (techniques et financiers) pour entrer dans ce marché.

Nous pouvons prendre le cas de la Caisse d'épargne en partenariat avec Happy Capital, qui est une plateforme d'ECF dont l'objectif est de répondre aux besoins des start-ups et des entreprises innovantes. « *La Caisse d'Épargne propose des solutions de financement de haut de bilan avec des partenaires reconnus sur le marché : Solution de crowdfunding en Equity en partenariat avec « Happy capital »*¹³.

Nous avons également le cas de la plateforme PROXIMEA, qui est une filiale du groupe Banque populaire. Chez Proximea les choix des projets à financer se font de concert avec la Banque populaire : « *Proximea vous propose d'investir dans des start-ups ou dans des projets immobiliers du Grand Ouest. Proximea est la seule plateforme de financement participatif en capital à avoir été créée par une banque : La Banque populaire Grand ouest. En effet, nous sélectionnons des projets innovants et des programmes immobiliers mûres que nous proposons ensuite à nos investisseurs, leur permettant ainsi de participer à une aventure entrepreneuriale et de diversifier leur épargne* »¹⁴.

Les banques ont donc la possibilité de s'insérer dans le marché de l'ECF, soit par la création de plateformes d'ECF dont elles sont parfois actionnaires à 100 %, ou par des partenariats. Nous verrons plus loin que ce partenariat se traduit par une continuité d'affaires entre les banques et les plateformes. C'est une nouvelle offre de service que les banques peuvent offrir à leurs clients et aux porteurs de projets.

Comparées aux banques, les plateformes d'ECF ne détiennent pas suffisamment de personnels et d'expertise pour couvrir tous les domaines de la finance, de l'informatique ou du

¹³ Happycapital. <https://www.happy-capital.com/partenaires/caisse-epargne> [consulté le 08/09/2021]

¹⁴ Proximea. <https://www.proximea.net/> [consulté le 08/09/2021]

marketing. Les partenariats avec les banques sont un moyen pour les plateformes de pallier à certaines insuffisances sur l'aspect technique et commercial.

L'aspect technique

Les services bancaires apportent aux plateformes l'expertise technique, dans la sécurité informatique, dans le recouvrement, le transfert des fonds. Comme l'explique Philippe Ruault, Chief Innovation and Digital Officer chez BNP Paribas Securities Services : « *Notre mission principale est d'assurer la protection des actifs de nos clients et de traiter de manière sécurisée et intégrée les différentes opérations financières (services aux fonds d'investissement, gestion du collatéral, exécution et services post-marché, gestion du cash et financement) [...]. En pratique BNP Paribas apporte sa technologie et son expertise sur le traitement des valeurs mobilières et SmartAngels l'expertise du marché des titres non cotés et du processus d'investissement* ».

*** La plateforme d'ECF SmartAngels a mis fin à ses activités en 2019. Elle a été rachetée par Sowefund une autre plateforme d'ECF¹⁵.

L'aspect commercial

Ces partenariats entre les banques et les plateformes sont un moyen pour les banques de contribuer au développement de l'écosystème entrepreneurial, en accompagnant les porteurs de projet à travers les plateformes. La BNP déclare : « *Le Groupe s'associe avec des plateformes de financement participatif depuis plusieurs années avec pour objectif de soutenir des projets à fort potentiel portés par une nouvelle génération d'entrepreneurs* »¹⁶. C'est également un moyen de proposer aux porteurs de projets des services bancaires comme la Caisse d'épargne le fait avec Happy capital. « *Dans le cadre du dispositif NEOBUSINESS visant à accompagner les entreprises innovantes, la Caisse d'Épargne propose aux porteurs de projets de lever des fonds en financement participatif avec Happy Capital. [...] En tant que banque des entreprises, la Caisse d'Épargne propose également une offre bancaire complète avec d'autres solutions de financement (Crédit-bail mobilier et immobilier, Location longue durée...), des services*

¹⁵ Frenchweb.(2020) <https://www.frenchweb.fr/equity-crowdfunding-sowefund-rachete-smartangels-pour-financer-les-startups-innovantes/389859> [consulté le 08/09/2021]

¹⁶ Bnp Paribas. (2018). <https://group.bnpparibas/actualite/banque-crowdfunding-relation-complementaire> [consulté le 08/09/2021]

bancaires de gestion au quotidien (moyens de paiement, solutions d'encaissement...), et d'assurances (homme clé...) »¹⁷.

Sur le plan commercial, les banques grâce à leurs relations avec les plateformes d'ECF, proposent à leurs clients la possibilité d'investir leur épargne dans des entreprises non cotées sur le marché de l'ECF. Comme l'affirme France Gregory Guernonprez, directeur de Fortuneo : *« Nous constatons une volonté de plus en plus forte de nos Clients d'investir de manière simple et en direct dans l'économie réelle, et en fonction de critères proches de leurs affinités. Pour proposer à nos Clients le meilleur des tendances de l'économie collaborative, nous nous sommes naturellement tournés vers SmartAngels, plateforme de crowdfunding de référence. Nous offrons à présent à nos Clients qui le souhaitent l'opportunité de soutenir les PME françaises de demain tout en bénéficiant d'avantages fiscaux »¹⁸.*

Benoît Bazzocchi, CEO de SmartAngels soutient que : *« Ce partenariat entre Fortuneo et SmartAngels est une première en France et nous sommes particulièrement fiers d'offrir aujourd'hui aux clients de Fortuneo, pionnier de l'investissement en ligne, un accès direct à l'investissement dans l'économie réelle »¹⁹.*

Enfin, le Crédit Coopératif est en partenariat avec la plateforme Wiseed : *« Le Crédit Coopératif propose à ses partenaires et clients d'accéder plus facilement au financement par la communauté WiSEED. En parallèle, les projets financés sur la plateforme peuvent trouver des compléments de financement auprès des professionnels du Crédit Coopératif »²⁰.*

Ces offres commerciales sont proposées aux clients des banques pour les inciter à investir. En effet, les clients des banques partenaires aux plateformes d'ECF peuvent se voir proposer des offres commerciales, dans l'objectif de participer à des campagnes d'ECF. Fortuneo les propose à ses clients voulant souscrire à des titres sur SmartAngels avec quelques facilités : *« En gage de soutien, Fortuneo inscrit gratuitement les titres de ses Clients sur leur PEA, PEA-PME ou compte-titres ordinaires. Les clients constituent ainsi leur portefeuille de start-ups en toute simplicité, tout en réalisant une économie de 300 € »²¹.*

¹⁷ Happy capital. <https://www.happy-capital.com/partenaires/caisse-epargne> [consulté le 08/09/2021]

¹⁸ Fortuneo. (2016). <https://mabanque.fortuneo.fr/datas/files/cp-fortuneo-smartangels-20160119.pdf> [consulté le 09/09/2021]

¹⁹ Fortuneo. (2016). <https://mabanque.fortuneo.fr/datas/files/cp-fortuneo-smartangels-20160119.pdf> [consulté le 09/09/2021]

²⁰ Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/partenaires> [consulté le 09/09/2021]

²¹ Fortuneo. (2016). <https://mabanque.fortuneo.fr/datas/files/cp-fortuneo-smartangels-20160119.pdf> [consulté le 09/09/2021]

1.5.3 Analyse stratégique des plateformes d'ECF

Les plateformes d'ECF en France diversifient de plus en plus leurs activités. En effet, l'ECF a connu un creux dans les volumes de fonds collectés entre 2018 et 2019 avant de retrouver en 2020 son volume de collecte de 2017 (voir Figure 15). La baisse des volumes de collecte de fonds est certainement l'une des raisons qui a poussé certaines plateformes à diversifier leurs activités. La plateforme Wiseed qui est la pionnière du marché de l'ECF en France offre désormais à sa communauté la possibilité d'investir dans l'immobilier. Happy Capital plateforme dont le cœur de métier était l'ECF, offre aujourd'hui à travers son autre plateforme Prexem la possibilité de faire du financement participatif par prêt (*Crowdlending*), et la possibilité d'investir dans l'immobilier par sa plateforme Capital Immo. La plateforme d'ECF Anaxago quant à elle propose désormais l'investissement en immobilier et de l'assurance vie.

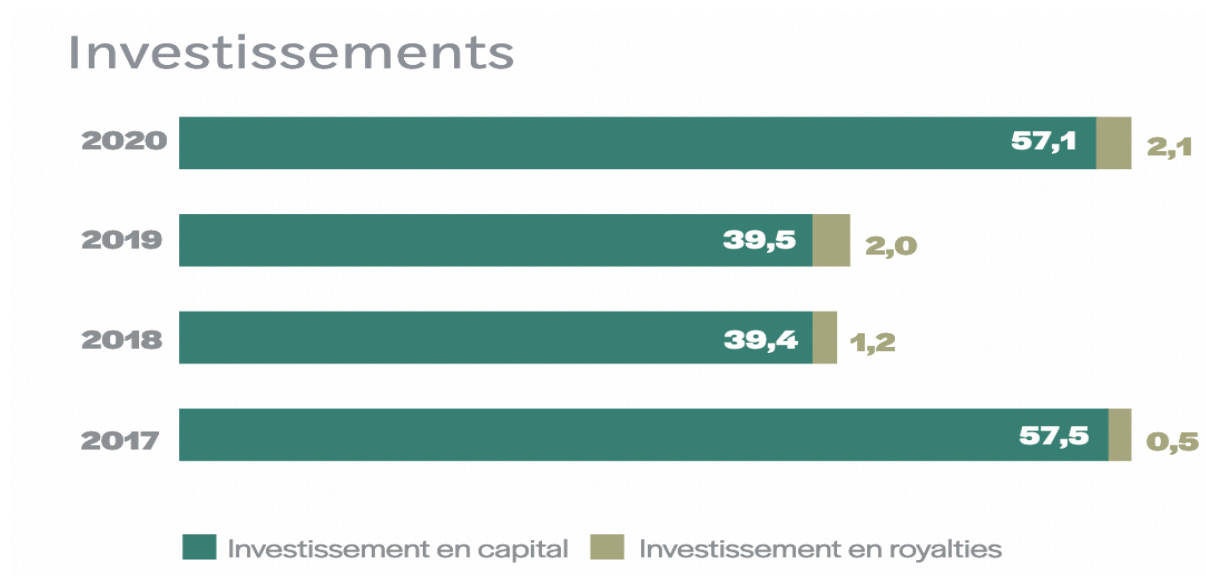


Figure 15. Volumes de collecte en ECF de 2017 à 2021

Source : Mazars, financement participatif France (FPF) (2020)

En nous référant au baromètre du financement participatif 2020 en France, on constate qu'il existe 23 plateformes qui détiennent le double agrément. Celui d'intermédiaire en financement participatif (IFP). Il concerne les plateformes de prêt en financement participatif et permet de mettre en relation des emprunteurs et des prêteurs ; et celui de conseiller en investissement participatif (CIP), qui concerne les plateformes d'ECF. Cet agrément autorise les plateformes à proposer aux investisseurs des titres financiers sous forme d'actions ou

d'obligations. Cela démontre la volonté stratégique des plateformes à opérer à la fois sur le marché du prêt, de l'immobilier et de l'ECF.

En observant la Figure 16, on constate que le nombre de plateformes actives de 2019 à 2020 a diminué. Les données ne nous permettent pas de déterminer le nombre de plateformes en ECF qui a fermé. Cependant, il n'en demeure pas moins qu'il y a eu en France entre 2017 à 2020 un ralentissement du marché, qui a poussé certaines plateformes à changer de stratégie pour mieux s'adapter et d'autres à disparaître.

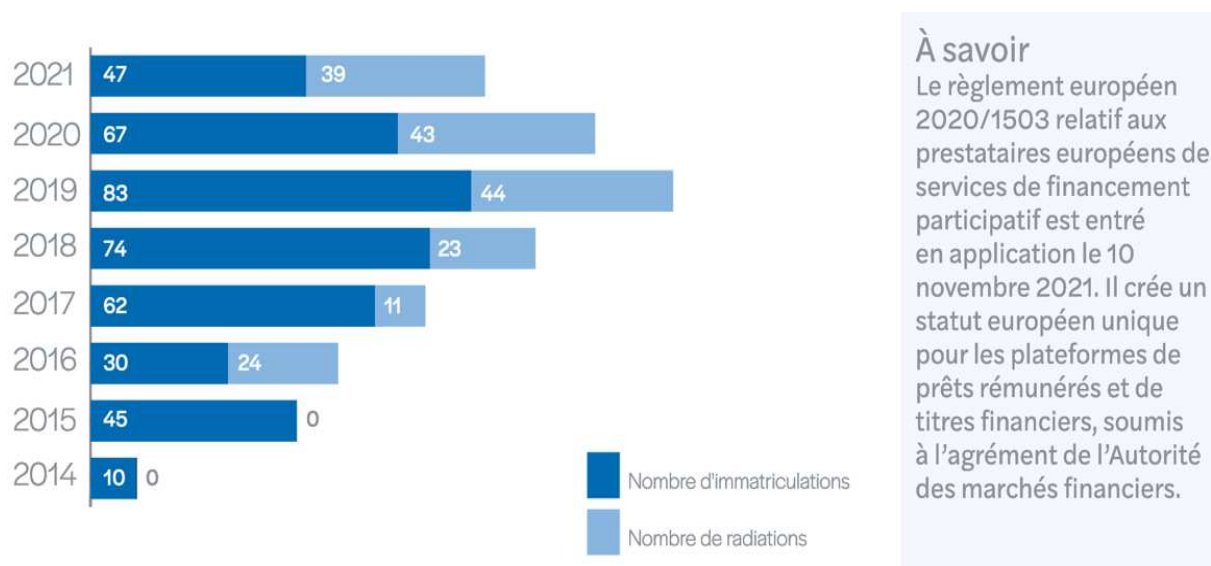


Figure 16. Dynamique d'agrément des plateformes de *crowdfunding* en France

Source : Mazars – Financement participatif France (FPF), baromètre 202

2. La législation qui encadre le marché de l'*Equity-crowdfunding* en France, en Angleterre et aux États unis

L'intérêt de cette partie est de souligner que les investisseurs particuliers évoluent dans un marché qui est encadré légalement. En investissant en ECF, ils ont des avantages et des contraintes fiscaux, contractuels, juridiques qui influencent leurs choix. Il s'agit également de souligner les règles qui régissent les plateformes d'ECF. Enfin, cette partie nous permet de marquer la différence entre l'investisseur expert et l'investisseur non expert selon la législation. Nous avons choisi de nous intéresser aux législations de trois pays à savoir :

- La France parce que c'est dans ce pays que nous menons une grande partie de notre étude.
- L'Angleterre et les États-Unis sont deux pays qui ont très vite mis en place des mesures permettant de favoriser l'essor du CF. Les plateformes d'ECF présentes dans ces deux pays sont les plus actives au regard du nombre de campagnes et des montants collectés. Ziegler et *al.* (2021) le confirment dans une étude mondiale portant sur les montants levés en ECF sur l'année 2020. L'Angleterre est en première position (549,3 millions de dollars) suivie du marché commun États-Unis et Canada (331,5 millions de dollars).

Gabison (2014) souligne que les réglementations qui entourent les plateformes de *crowdfunding* en France, en Angleterre, aux États-Unis et en Italie ont été faites sur trois axes :

- L'enregistrement des plateformes auprès des organismes nationaux accrédités pour une délivrance de licence ou de certificat d'activité.
- Le respect des exigences institutionnelles et des exigences liées aux fonds propres des plateformes.
- La délimitation des types de plateformes pouvant exister.

2.1 La législation entourant le marché de l'*Equity crowdfunding* en France

C'est le 30 mai 2014 qu'arrive en France la première réglementation qui donne la conduite à tenir aux plateformes de CF. Depuis lors, la législation a permis au CF d'évoluer en mettant en place des dispositions réglementaires qui ont rassuré les investisseurs. Pour opérer en tant que plateforme de CF en France, la législation a imposé les statuts d'Intermédiaire en Finance

Participatif (IFP) et de Conseiller en Investissement Participatif (CIP). Ces deux statuts ont été remplacés en 2021 par le statut de Prestataire de Services de Financement Participatif (PSFP), il donne aux opérateurs une dimension européenne. Enfin, nous avons le statut de Prestataire de Services d'Investissement (PSI). Pour opérer en France, ces opérateurs doivent s'enregistrer à l'Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurance (ORIAS).

Selon Bessière et stepahany (2017), trois objectifs sont à l'origine des réformes qui entourent l'ECF en France :

- La volonté de développer l'industrie de l'ECF. L'objectif était de faire naître des entreprises nationales fortes pouvant s'étendre au plan international.
- Faire de l'ECF une activité crédible et légitime. En l'encadrant avec des règles pour s'assurer de son bon fonctionnement, de la protection des investisseurs, et de la diffusion d'informations sûres et claires.
- Permettre à l'épargne des particuliers de soutenir les PME et TPE créatrices d'emploi par un circuit d'investissement court.

2.1.1 Législation pour les entreprises et les plateformes de financement

L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014²² relative au financement participatif pose les bases applicables au *crowdfunding*, avec la mise en place dans le code monétaire des nouveaux métiers que sont : intermédiaire en finance participative (IFP) : « Art. L. 548-1. — *L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet (...)* » et conseiller en investissement participatif (CIP) : « Art. L. 547-1.-I. — *Les conseillers en investissements participatifs sont les personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement mentionnée au 5 de l'article L. 321-1 portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance définie par décret. Cette activité est menée au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (...)* ».

²²Legifrance le service public de la diffusion du droit. (2014).
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029008408&categorieLien=id>
[consulté le 13/03/2018]

Le nouveau décret n° 2016-1 453 du 28 octobre 2016²³ vient avec des mises à jour qui apportent quelques éléments nouveaux : la possibilité de création des minibons, des actions de préférence, des obligations convertibles en actions. Le plafond de fonds pouvant être sollicités par projet sur un an passe de 1 000 000 € à 2 500 000 € sans plancher exigé. Les sociétés émettrices de titres doivent être des SAS et doivent disposer d'un capital entièrement libéré d'un minimum de 37 000 €. Les plateformes de *crowdfunding* qui mettent à disposition du public des titres financiers et/ou des minibons doivent toutes s'immatriculer en tant que conseiller en investissement participatif (CIP). Depuis novembre 2021, elles doivent s'immatriculer en tant que Prestataires de Services de Financement Participatif (PSFP). Elles doivent s'inscrire au registre des intermédiaires en assurance et banques et finance dont l'organisme de gestion est l'ORIAS. Ces plateformes sont régulées par l'autorité des marchés financiers (AMF)²⁴. Les plateformes peuvent également opter pour le statut de prestataire en service d'investissement (PSI) afin de fournir des conseils. Dans ce cas, elles doivent être enregistrées à l'ACPR et sont régulées conjointement par l'AMF et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)²⁵.

La loi pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) du 11 avril 2019 apporte également quelques nouveautés, avec le relèvement du plafond des campagnes qui passe de 2 500 000 € à 8 000 000 €. Les plateformes permettant de lever jusqu'à 8 000 000 € doivent détenir l'agrément de Prestataires de Services d'Investissement (PSI). Cette loi permet également d'intégrer au Plan d'épargne actions petites et moyenne entreprise (PEA-PME) de nouveaux titres financiers tels que : les titres participatifs, les obligations à taux fixe et les minibons.

Au niveau européen²⁶

« Le règlement européen (UE) 2020/1 503 du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs, accompagné de la directive (UE) 2020/1 504 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés

²³Legifrance le service public de la diffusion du droit. (2014).

<https://www.legifrance.gouv.fr/eli/decret/2016/10/28/ECFT1617085D/jo/texte> [consulté le 13/03/2018]

²⁴Autorité de Contrôle Prudentiel. (2018). <https://acpr.banque-france.fr/autoriser/financement-participatif> [consulté le 13/03/2018]

²⁵Autorité de Contrôle Prudentiel. (2018). <https://acpr.banque-france.fr/autoriser/financement-participatif> [consulté le 13/03/2018]

²⁶Autorité des Marchés Financiers. (2020). <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/publication-du-reglement-europeen-relatif-au-financement-participatif-dates-cles-et-grandes-lignes> [consulté le 05/08/2022]

d'instruments financiers, ont été publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 20 octobre 2020 :

- Les projets de financement participatif présentés sur la plateforme portent sur des activités commerciales.
- Le montant maximum pouvant être levé par porteur de projet est fixé à 5 000 000 € sur douze mois dans l'ensemble de l'Union européenne²⁷.
- Les offres de financement participatif donnent lieu à l'établissement d'une fiche d'informations clés sur l'investissement, au contenu normé et de 6 pages maximum. Ce document ne fait l'objet d'aucune revue préalable par les autorités compétentes.
- Le règlement n'interdit pas le cumul de ce statut avec certains autres statuts réglementés (notamment le statut d'entreprise d'investissement), dès lors que les règles applicables à ces autres statuts le permettent. »

2.1.2 Législation pour les investisseurs

Deux catégories d'investisseurs : les avertis et les non avertis

Il n'existait pas de plafond d'investissement dans le cadre de l'ECF en France jusqu'à la directive européenne (UE) 2020/1 503 du 7 octobre 2020. Qui crée deux catégories d'investisseurs : Les avertis ou clients professionnels et les non avertis. Pour marquer la distinction entre les deux investisseurs, la réglementation souligne que les clients avertis sont ceux qui répondent aux exigences de la directive DIRECTIVE 2014/65/UE dite MIF 2. Ce sont des institutions financières, ou des entreprises ou des personnes individuelles réunissant entre autres les critères suivants :

- total du bilan : 20 000 000 EUR ;
- chiffre d'affaires net : 40 000 000 EUR ;
- capitaux propres : 2 000 000 EUR

Tous les autres sont considérés comme non avertis.

²⁷ Ce qui abroge la loi PACTE qui était applicable au niveau national.

Pour les non avertis²⁸ : « chaque fois qu'un investisseur potentiel non averti ou un investisseur non averti accepte une offre de financement participatif et investit ainsi un montant supérieur à 1 000 EUR ou à 5 % de son patrimoine net calculé conformément au paragraphe 5, le montant le plus élevé étant retenu, le prestataire de services de financement participatif veille à ce qu'au préalable, cet investisseur :

- reçoive un avertissement sur les risques ;
- donne un consentement explicite au prestataire de services de financement participatif ;
et
- prouve au prestataire de services de financement participatif que l'investisseur comprend l'investissement et les risques qui y sont associés. »

Les avantages fiscaux en France

En France, des avantages fiscaux ont également été établis en faveur des investisseurs qui prennent part au capital des PME. Investir dans une PME française donne la possibilité d'avoir une déduction fiscale allant jusqu'à 18 % des sommes investies dans la limite de 9 000 € par personne. De plus, une réduction de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) est appliquée sur la moitié de la somme investie avec un plafond de 45 000 €. Les coupons, les plus-values sur cession, de même que les dividendes sont taxés au même titre que les autres opérations de *crowdfunding*.

Les plateformes proposent aux investisseurs la possibilité d'inscrire leurs actifs dans des plans d'épargne actions (PEA), ou dans des PEA-PME ETI dédiés aux petites et moyennes entreprises (entreprises comprenant moins de 5 000 salariés avec un chiffre d'affaires inférieur 1,5 milliard d'euros). Ce PEA donne la possibilité d'acquérir des actifs financiers allant jusqu'à 150 000 € (300 000 € pour un couple), et 75 000 € pour le PEA-PME ETI. Il permet une exonération totale d'impôt si ces titres ont été conservés sur une durée d'au moins 5 ans. Il est à noter que des prélèvements sociaux s'appliquent à ceux-ci à hauteur de 17,2 %.

²⁸Journal officiel de l'Union Européenne. (2020). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020R1503&from=fr#d1e2653-1-1>
[consulté le 05/08/2022]

2.2 La législation entourant le marché de l'*Equity crowdfunding* en Angleterre

Comparé aux marchés des autres pays, le marché anglais de l'ECF a très rapidement attiré des porteurs de projets et des investisseurs. Cela a été possible grâce à des réglementations qui ont été appliquées très tôt à l'automne 2011, avec des avantages sur les taxes pour les investisseurs. La *Financial Conduct Authority* (FCA) autorité financière anglaise, n'a pas mis en place une nouvelle réglementation. Elle a plutôt affiné le cadre dans lequel devrait évoluer cette nouvelle forme de financement. Ces modifications ont été le 1er avril 2014.

2.2.1 Législation pour les entreprises et les plateformes de financement

Les plateformes d'ECF doivent obtenir l'autorisation de la FCA pour fonctionner. Pour permettre aux entreprises de lever des fonds pour leur développement, le *Enterprise Investment Scheme*²⁹ (EIS) a été mis en place. Une entreprise peut lever jusqu'à 5 000 000 £ chaque année et pas plus de 12 000 000 £ dans son existence. Les parts pouvant être apportées par les VC sont également incluses dans ces montants. Ces levées de fonds ont des avantages pour les investisseurs à travers l'allègement fiscal EIS. Les entreprises voulant lever les fonds doivent le faire au maximum 7 ans après la première commercialisation du produit ou du service.

L'entreprise sollicitant des fonds doit être établie en Angleterre et ne doit pas être présente sur une place de marché où se négocient des actions. Elle ne doit pas détenir plus de 15 000 000 £ d'actifs avant l'émission de ses titres ou plus de 16 000 000 £ d'actifs juste après l'émission de ses titres. Elle ne doit pas être contrôlée par une autre société ou encore plus de 50 % de ses actions ne doivent pas être détenus par une autre société. Elle doit fournir les informations relatives à sa santé financière, son business plan, les conventions d'actionnaires, etc. D'autres mesures ont également été mises en place pour faciliter la levée de fonds pour certaines entreprises : *Seed Enterprise Investment Scheme* (SEIS); *Social Investment Tax Relief* (SITR); *Venture Capital Trusts* (VCT).

²⁹ GOV.UK. (2016). (<https://www.gov.uk/guidance/venture-capital-schemes-apply-for-the-enterprise-investment-scheme>) [consulté le 22/02/2018]

2.2.2 Législation pour les investisseurs

Les particuliers qui souhaitent investir dans des petites sociétés britanniques ou dans des entreprises sociales peuvent bénéficier d'allègement. Dans le cas de l'EIS, ils peuvent réclamer un allègement fiscal sur investissement dans la limite de 1 000 000 £ par an avec un allègement allant jusqu'à 30 %. Ces allègements fiscaux ne sont valables qu'une fois sur nouvelles émissions de titres par entreprise. Dans ce cadre, un investisseur ne peut détenir plus de 30 % de part dans une entreprise. Aucune forme d'actions privilégiées n'est accordée à l'investisseur.

Les investisseurs particuliers ne peuvent investir plus de 10 % de leurs actifs nets sur une période de 12 mois. Tandis que les professionnels de l'investissement ont une possibilité illimitée d'investissement³⁰.

2.3 La législation entourant le marché de l'*Equity crowdfunding* aux États-Unis

Aux États unis, le *Jumpstart Our Business Start-ups (Job Act)* est signé le 5 avril 2012. Il est en faveur de la promotion de l'emploi, de l'amélioration et de l'accès au financement des jeunes entreprises prometteuses. Le *Job Act* ouvre explicitement la voie au *crowdfunding*. Des modifications continues ont été apportées à cette loi à travers le *Job Act II* et *III*.

2.3.1 Législation pour les entreprises et les plateformes

Le *Titre II Job Act*³¹³² donne aux jeunes entreprises qui veulent obtenir des financements l'accès aux capitaux par émissions de titres. Ces entreprises doivent s'enregistrer à la *Securities and Exchange Commission (SEC)*. C'est l'organisme de régulation des marchés financiers américains. Aussi, les plateformes de financement participatives doivent également s'enregistrer auprès de la *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*. Le *Titre II Job Act* permet à une société de vendre des titres sur internet (*crowdfunding*) à toutes personnes accréditées à condition de respecter la règle 506 du règlement D. Ce règlement stipule de manière générale qu'aucune publicité ne sera faite pour la vente des titres ; la société peut

³⁰Financial Conduct Authority. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/4/7.html> [consulté le 21/02/2018]

³¹Securities and Exchange Commission. (2015). <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html> [consulté le 21/02/2018]

³²Securities and Exchange Commission. (2015). <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-227> [consulté le 21/02/2018]

vendre des titres à un nombre illimité de personnes du moment où ces individus sont accrédités. L'entreprise peut choisir quelles informations elle veut fournir aux investisseurs, à condition qu'elle ne viole pas la loi dans le caractère des informations fournies (déclarations fausses ou trompeuses, omissions volontaires, etc.).

Le *Titre III Job Act Washington D.C.*, Oct. 30, 2015 apporte une modification sur les montants pouvant être sollicités par le biais du *crowdfunding*. Ils passent de 1 000 000 \$ à 5 000 000 \$. Cette nouvelle législation permet désormais aux investisseurs non accrédités (particuliers) de participer à des levées de fonds. Cependant en sollicitant des investisseurs non accrédités les entreprises ne peuvent que soulever jusqu'à 1 000 000 \$ sur 12 mois. Les entreprises non américaines ne sont pas éligibles au *crowdfunding*. Désormais, un certain nombre d'informations obligatoires sont à fournir aux investisseurs notamment sur la santé financière et les porteurs de projets.

2.3.2 Législation pour les investisseurs

Pour être accrédités par l'autorité financière américaine, les investisseurs doivent être expérimentés. L'un des critères est qu'ils doivent avoir une valeur nette supérieure à 1 000 000 \$ (hors bien mobiliers) ou qu'ils ont investi plus de 200 000 \$ par an sur les trois dernières années, on parlera d'investisseurs sophistiqués.

Pour les investisseurs particuliers ou investisseurs non accrédités ou non sophistiqués, ils ne peuvent investir plus de 2 000 \$ si leur revenu est inférieur à 100 000 \$ par an ou pas plus 5 % de leur revenu net par an. Pour les revenus de plus de 100 000 \$, pas plus de 10 % ne peuvent être investis. Enfin sur une durée de 12 mois un investisseur grand public ne peut acquérir plus de 100 000 \$ d'investissement à travers le financement participatif. Les titres achetés doivent être conservés au moins un an. Les investisseurs doivent remplir un questionnaire en reconnaissant les risques liés à cette forme d'investissement. Les investisseurs ont la possibilité de se retirer jusqu'à 48 h avant la limite d'offre fixée par l'émetteur des titres.

2.4 Discussion sur la législation entourant le marché de l'*Equity crowdfunding*

En ce qui concerne la protection des investisseurs, les différentes législations ont mis l'accent sur la protection des investisseurs. À ce propos, Catalini et *al.* (2016) soulignent que la *Securities and Exchange Commission (SEC)* a mis en place des mesures assez strictes pour la protection des investisseurs, mais tout aussi souples pour permettre des levées de fonds conséquentes. Pour Gabison (2014), ces limites d'investissement forcent les particuliers à diversifier leurs portefeuilles et à être moins sujets à des pertes totales.

Des réglementations strictes maximisant la protection des investisseurs auraient pu réduire la quantité de capitaux pouvant être levés par les entreprises en CF. Cependant, les législateurs l'ont compris en permettant aux porteurs de projets de lever des capitaux plus conséquents. Pour cela, les législations en Europe comme aux États-Unis ont permis de passer respectivement de 1 million d'euros à 5 millions d'euros, et de 1 million de dollars pour 5 millions de dollars de fonds pouvant être collectés. Cela a été favorable aux porteurs de projets.

Enfin, c'est aux plateformes d'ECF de veiller à l'application des normes imposées par les législateurs. En vérifiant les profils des *crowdfunders*, et en surveillant les montants investis par ces derniers. En France comme en Angleterre et aux États-Unis, les plateformes d'ECF ont l'obligation de faire passer aux potentiels investisseurs des tests, appelés généralement « *suitability test* ». Pour les plateformes françaises, on parle de « test d'adéquation ». Ces tests mesurent les connaissances et l'expérience des investisseurs en matière d'investissement (voir Figure 17). Cela afin que les investisseurs prennent connaissance des risques liés à l'investissement.

Si j'investis dans des obligations ou des actions, mon investissement initial:
Sélectionnez la bonne réponse.

A Est partiellement garanti

B Peut être intégralement perdu

C Est complètement garanti

D Je ne sais pas

Pour valider, indiquez votre niveau de confiance par rapport à votre réponse

☹️
Peu confiant(e)

😊
Modérément confiant(e)

😄
Confiant(e)

Suivant

Figure 17. Exemple de question du test d'adéquation sur la plateforme d'ECF Wiseed

Source : plateforme d'ECF Wiseed

En somme, nous pouvons constater que les réglementations financières ont renforcé et légitimé le marché de l'ECF. En effet, cela a permis au marché de l'ECF d'être reconnu par les autres acteurs du financement comme étant une nouvelle place financière dans le monde de l'investissement entrepreneurial. Ce qui a conduit à la création de partenariats d'affaires avec les banques comme nous l'avons vu plus haut au *chapitre 1 : 1.5*. Cette reconnaissance de la part des institutions législatives et financières a été de nature à rassurer les investisseurs particuliers quant aux compétences et aux sérieux des plateformes d'ECF. Ces réglementations ont donné la possibilité aux jeunes entreprises de se tourner vers d'autres acteurs que ceux de la finance traditionnelle (banque, VC, etc.). Le législateur a voulu apporter plus de souplesse aux entreprises qui cherchent des financements tout en sécurisant les investissements des particuliers. La gestion du risque est donc un enjeu majeur auquel les législateurs ont répondu :

- En exigeant aux plateformes selon les pays d'obtenir des certificats ou autorisations d'activités auprès des organismes nationaux financiers (AMF, SEC, FCA).
- En exigeant des plateformes des compétences nécessaires (techniques et financières) pour agir en tant que plateforme d'investissement.
- En exigeant aux porteurs de projets de fournir des informations claires sur les projets, sur leur santé financière, sur leurs parcours respectifs, sur leurs objectifs à venir. Enfin sur le type, la qualité et la durée des titres financiers émis.

- En imposant des montants plafonds pouvant être sollicités par les entreprises annuellement.
- En imposant des montants plafonds pouvant être investis par les investisseurs annuellement et par projet.
- En exigeant aux plateformes de mettre en garde les potentiels investisseurs quant aux risques encourus.

À la suite de cette littérature sur la législation qui entoure le marché de l'ECF, nous allons maintenant présenter le modèle économique de ces plateformes.

3. Le modèle économique : les plateformes de financement bifaces du marché de l'*Equity crowdfunding*

Comme nous l'avons vu précédemment, les plateformes d'ECF sont des intermédiaires qui mettent en relation deux acteurs principaux que sont : les porteurs de projets (demandeurs de capitaux) et les investisseurs (acheteurs d'actifs). Par cette mise en relation, les plateformes d'ECF se positionnent comme des marchés bifaces qui créent des externalités entre différents acteurs du marché. L'externalité est définie par Rochet et Tirole (2006) comme l'utilité positive ou négative qui impacte gratuitement les acteurs ou groupes d'acteurs présents de chaque côté du marché lorsqu'ils utilisent un service. Nous allons présenter le modèle économique du marché de l'ECF sous l'angle d'un marché biface.

3.1 Fonctionnement d'un marché biface

« Les marchés bifaces (ou, plus généralement, multifaces) sont grossièrement définis comme des marchés dans lesquels une ou plusieurs plateformes permettent des interactions entre les utilisateurs finaux et tentent d'embarquer les deux (ou plusieurs) côtés en facturant chacun de manière appropriée. C'est-à-dire que les plateformes courtisent chaque côté tout en essayant de gagner, ou du moins de ne pas perdre, de l'argent dans l'ensemble » (Rochet et Tirole, 2006, p.1). Eisenmann et *al.* (2006) décrivent un marché biface comme un lieu où sont présents d'un côté et de l'autre deux ou plusieurs groupes d'acteurs dont les besoins et attentes sont différents ; mais qui s'apportent mutuellement des solutions en interagissant au travers d'un troisième acteur qui est une plateforme indépendante, ayant pour rôle de stimuler ces groupes afin de favoriser leurs échanges continuels. Pour Caillaud et Tregouët (2006), la volonté qu'a un agent à interagir sur un marché biface dépend au moins du nombre d'acteurs présents de l'autre côté et des opportunités sur ce marché. Ainsi, créer une plateforme marchande sur internet requiert qu'il y ait d'un côté un ou plusieurs vendeurs offrant continuellement des produits et services ; et de l'autre côté, une communauté d'acheteurs présents ayant accès à internet, à ce site marchand et aux moyens de paiement nécessaires pour effectuer les achats.

La plateforme marchande devrait ainsi veiller à ce que tous les moyens et outils nécessaires soient présents afin que les échanges puissent se faire. Un tel marché requiert la

présence de plusieurs acteurs (vendeurs, acheteurs, acteurs des services bancaires, livreurs, et la plateforme elle-même).

Pour Caillaud et Tregouët (2006), trois éléments fondent une plateforme biface :

- Il y a au moins deux groupes distincts d'agents ayant des gains potentiels à interagir (gains de transaction). Pour Osterwalder et Pigneur (2012) et Calmé et *al.* (2016) le caractère biface d'une plateforme de *crowdfunding* crée deux groupes d'acteurs : d'un côté les demandeurs de financement, de l'autre les fournisseurs de financement ; la plateforme de *crowdfunding* cherche à ce que ces groupes acteurs puissent tirer profit l'un de l'autre.
- Les interactions sont la source d'externalités de réseaux entre les différents groupes d'individus (externalités indirectes). La foule qui gravite autour d'une plateforme de *crowdfunding* a un rôle très important dans la réussite d'un projet. Pour D'amours (2016) une campagne de financement s'adresse à la foule ou à une communauté bien précise. La campagne doit être faite sur une plateforme qui correspond au domaine d'activité dans lequel l'entreprise exerce. Cela permet que les externalités soient bénéfiques aux deux groupes. Comme l'ont montré Onnée et Renault (2014), en CF les entreprises bénéficient de la sagesse et des conseils de la foule. La foule devient ambassadeur d'un projet qu'elle veut voir réussir. Cela crée un effet réseau qui conduit à faire venir de potentiels clients intéressés par les produits ou services de l'entreprise (Ordanni et *al.*, 2011). Les investisseurs quant à eux, outre les placements financiers qu'ils font, ils se retrouvent dans une aventure entrepreneuriale où ils gagnent de l'expérience et se créent un réseau avec les autres investisseurs.
- Il existe un gain à ce qu'un intermédiaire (une plateforme) internalise ces externalités et rende possibles ces interactions. Dans le cadre de l'ECF, ce gain est financier comme nous le verrons dans la tarification qui est faite par les plateformes dans le titre suivant.

En faisant référence aux travaux de Shuen (2008), Calmé et *al.* (2016. p. 144) contextualisent quatre types d'effets d'externalité réseaux qui se font sur une plateforme de CF.

- « Les effets de réseaux directs : la valeur du service d'intermédiation proposé par la plateforme augmente avec le nombre de personnes qui l'utilisent (internauts et contributeurs confondus).

- Les effets de réseaux indirects : plus le nombre de projets financés sur la plateforme est élevé, plus l'offre de la plateforme se valorise.
- Les effets de réseaux croisés : la valeur de l'offre proposée par la plateforme aux porteurs de projets augmente quand le nombre d'internautes augmente (et symétriquement).
- Les effets de réseaux sociaux : les porteurs de projets sont influencés par d'autres porteurs de projets pour utiliser le service proposé par la plateforme de CF. De même que les internautes sont influencés par d'autres internautes pour contribuer au financement de projets sur la plateforme ».

3.2 L'*Equity-crowdfunding* : un marché biface

L'un des aspects importants des plateformes bifaces est la tarification qui est appliquée par les plateformes aux différents acteurs. Comme l'expliquent Rochet et Tirole (2006), les tarifications peuvent être à l'entrée et/ou à l'usage. À l'entrée, c'est le prix que les acteurs devront déboursier pour intégrer la plateforme. À l'usage c'est le prix que les acteurs devront déboursier pour s'octroyer un bien ou service sur la plateforme. La plateforme devrait mettre en place un système tarifaire attrayant pour les vendeurs et les acheteurs, afin que chacun puisse trouver un ou des bénéfice(s) réel(s) à être présent sur la plateforme de manière continue. Armstrong (2006) souligne que, si un membre du groupe A exerce une grande externalité positive sur plusieurs membres du groupe B, alors les membres du groupe A seront plus facturés que les membres du groupe B.

Dans la Figure 18 ci-dessous, Lacan et Desmet (2017) montrent que les gestionnaires de plateformes sont les intermédiaires qui rendent possibles les interactions entre les investisseurs et les demandeurs de financement, en imposant des règles à respecter. Les demandeurs de financement sont les entreprises qui sollicitent des fonds pour faire mûrir leurs projets. En retour, elles vendent des parts de leurs entreprises aux investisseurs qui sont à la recherche de placement. Il en résulte une interaction entre ces deux derniers acteurs qui génèrent un marché biface.

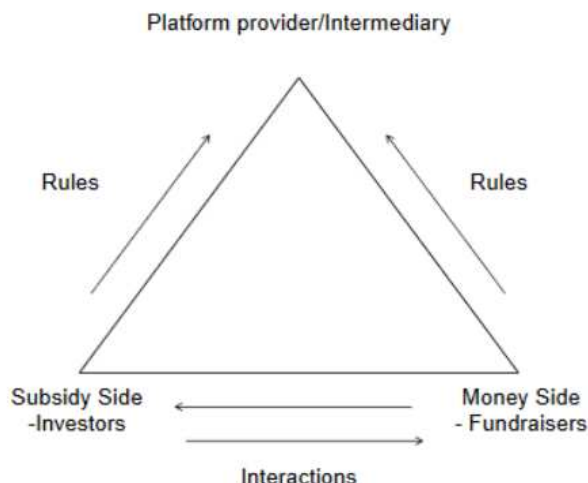


Figure 18. Interaction sur le marché de l'ECF

Source : Lacan et Desmet (2017)

Calmé et *al.* (2016) nous montrent par la Figure 19 ci-dessous une représentation du modèle économique des différentes formes de CF. Nous pouvons lire sur cette figure que les plateformes vendent leurs ressources et leurs compétences aux porteurs de projets. L'objectif est que ces derniers réussissent leurs collectes de fonds et que les plateformes se rémunèrent en prélevant des commissions sur ces collectes. Toutefois, il existe différents niveaux de tarifications appliquées par la plateforme aux investisseurs et aux porteurs de projets.

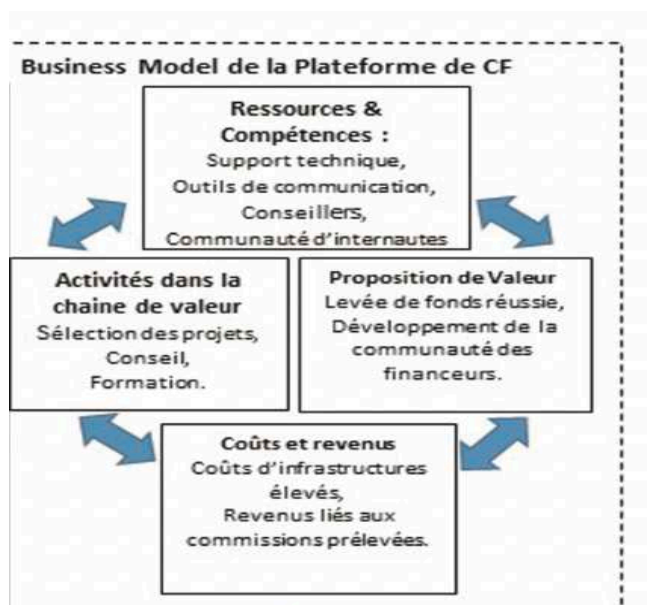


Figure 19. Business model de la plateforme de CF

Source : Calmé et al. (2016)

3.2.1 Tarification à l'entrée

Les plateformes d'ECF mettent en place des stratégies tarifaires à l'entrée et/ou à l'usage. Plus explicitement :

Pour qu'un investisseur puisse entrer dans le marché, il doit se créer un profil en confirmant son identité avec des pièces justificatives. Cette étape est obligatoire et totalement gratuite à ce jour. Cela permet d'être identifié, d'entrer sur la plateforme, de voter des projets soumis en étude pour une future collecte de fonds, de consulter des projets, de commenter dans l'espace discussion, et d'investir sans frais supplémentaires (selon la politique de la plateforme, les ordres d'achat de titres peuvent être payants).

Pour qu'un porteur de projet puisse entrer sur le marché, il doit soumettre son dossier à la plateforme pour un premier examen de validité avant d'entamer la phase de collecte de fonds. Cette première étape est gratuite. La soumission du dossier pour étude n'est pas une entrée dans le marché. L'entrée sur le marché se fera lorsque le dossier sera étudié et accepté par la plateforme pour être soumis à la collecte de fonds. La tarification à l'entrée est appliquée à l'entreprise lorsque son dossier est accepté et que le processus de montage de dossier pour la collecte de fonds est terminé. Cette tarification à l'entrée inclut les frais de gestion de dossiers (conseils, montages juridiques, communication) qui sont facturés par la plateforme.

3.2.2 Tarification à l'usage

Pour les investisseurs, la tarification à l'usage se traduirait par une commission prélevée lorsqu'un ordre d'achat de titres financiers est passé. Mais la majorité des plateformes ne les facture pas à l'usage. Les investisseurs souscrivent simplement à des titres sans frais supplémentaires. Une exception à ce jour est faite par la plateforme Wiseed. Pour chaque investissement fait, Wiseed retient 0,9 % du montant investi. Ce pourcentage facturé correspond aux frais de fonctionnement de la plateforme. C'est une nouveauté en termes de tarification à l'usage pour les investisseurs. Les plateformes retiennent également un certain pourcentage sur les cessions avec plus-value. Ce qu'on pourrait traduire par tarification à la sortie. Soit 10 % par exemple pour la plateforme Wiseed : « *Ce modèle de rémunération*

garantit l'alignement de nos intérêts dans la réussite des projets sélectionnés et financés sur WiSEED³³ ».

Pour les entreprises, la tarification à l'usage sera effective lorsque la collecte de fonds sera terminée. Les plateformes de financement retiendront une commission sur les fonds levés (Calmé et *al.*, 2016). Le Tableau 5 suivant est un résumé des tarifications possibles sur les plateformes d'ECF.

Tableau 5. Tarification des plateformes d'ECF

	Plateforme d'ECF		
Groupes d'acteurs	Tarification à l'entrée	Tarification à l'usage	Source de revenus des plateformes
Investisseurs	Non	oui	- Frais de souscription - Si plus-value sur cession
Entreprises	oui	oui	- Montages juridiques - Conseils divers - Communication - Commission sur levée de fonds - Plus-value sur cession

Source : Auteur

La matrice Canvas (voir Figure 22) présente le modèle économique des plateformes de *Crowdfunding* (don, prêt, Equity). On peut voir sur cette figure les flux de revenus qui correspondent aux différentes tarifications et sources de revenus des plateformes. Elles proviennent des levées de fonds, frais de dossiers, sorties positives, etc. On observe la structure des coûts qui présente des charges engagées par la plateforme pour le cœur de son activité. Quant à la proposition de valeur, elle fait référence à la solution que les plateformes apportent en termes de financement. Le segment de clientèle correspond aux acteurs qui sont facturés (créateurs de projets, sponsors et *crowdfunders*).

³³Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/investir/numerique> [consulté le 26/10/2018]

Tableau n° 4 Matrice Canvas d'une plateforme de *crowdfunding*

Partenaires clés Systèmes de paiement en ligne Incubateurs Communautés sur l'entrepreneuriat Réseaux de <i>business angels</i> Organisations Fondations Partenariats commerciaux	Activités clés Développement du marché R&D sur la plateforme Management et promotion de la plateforme	Propositions de valeur Levée de fonds Création de « <i>fit</i> » entre créateur et sponsor <i>Crowdsourcing</i> financiarisé <i>Crowdsupply</i>	Relations avec le client Communauté Co-création Réseaux sociaux	Segments de clientèle Créateur de projet Sponsors ou <i>crowdfunders</i>
	Ressources clés Technologie de la plateforme Réseaux sociaux Partenaires Foule		Canaux Bouche-à-oreille Réseaux sociaux Partenaires	
Structure des coûts Coûts liés au développement de la plateforme Coûts liés aux transactions bancaires sécurisées Coûts liés au fonctionnement Coûts liés aux <i>due diligences</i>			Flux de revenus % sur les fonds levés (3 à 10 %) si dénouement positif de l'opération Frais de dossier Redevances liées à des partenariats commerciaux Revenus liés au <i>Crowdsupply</i>	

Figure 20. Matrice Canvas d'une plateforme de *crowdfunding*

Source : Bessière et Stephany 2017

3.3 Discussion sur modèle économique des plateformes d'*Equity crowdfunding*

Le succès économique des plateformes ECF est tributaire du nombre de campagnes réussies et de la capacité des plateformes à stimuler chaque groupe (investisseurs et porteurs de projets). Elles doivent sans cesse proposer des campagnes de financement aux investisseurs qui sont les acteurs les plus sollicités dans ce marché. En effet, ils détiennent les ressources nécessaires à la vie de l'écosystème de l'ECF. Cependant, les investisseurs particuliers sont pour la plupart considérés comme non experts (Bade, 2018 ; Ahlers et *al.*, 2015, Fasshauer, 2016). Dans un marché aussi risqué que celui de l'ECF, on peut légitimement se questionner sur les compétences des investisseurs qui y sont présents. En effet, les plateformes ont tout intérêt à mettre en place des mécanismes incitant les investisseurs à participer aux campagnes de financement. Il y a un réel intérêt financier pour les plateformes et les entreprises à stimuler au mieux les investisseurs à participer aux campagnes de financement. En rendant les campagnes moins financières et en mettant l'accent des aspects marketing. Face à cette multitude de projets et d'informations qui sont divulguées, les investisseurs ont intérêt à rationaliser au mieux leurs décisions pour faire les meilleurs placements possibles.

Nous pouvons observer que dans le modèle économique des plateformes en CF, les premiers bénéficiaires sont les plateformes elles-mêmes qui se rémunèrent par des commissions établies sur les levées de fonds. Les plateformes d'ECF se rémunèrent également sur les plus-values obtenues lors des sorties positives. Les seconds bénéficiaires sont les porteurs de projets. Ils reçoivent l'argent sollicité lorsque la campagne de financement est réussie. Quant aux investisseurs, ils doivent attendre quelques années pour voir les résultats de leurs placements. Ces derniers se positionnent comme les pourvoyeurs de fonds de cet écosystème financier, et sont très exposés aux risques liés à l'échec des entreprises financées en ECF et en *Crowdlending*.

Conclusion du chapitre 1

L'objectif de ce chapitre était de présenter le marché du CF et plus précisément celui de l'ECF qui est notre périmètre de recherche. C'est dans le marché de l'ECF qu'évolue l'objet de notre recherche qui est l'investisseur particulier. Nous présenterons ce dernier dans le chapitre qui suit.

Ce chapitre a été riche d'enseignement. En effet, il nous a permis de définir le marché du CF et de comprendre son fonctionnement. Nous avons également montré que les plateformes de CF sont des plateformes de commerce en ligne.

En ce qui concerne le marché de l'ECF, il a apporté une alternative de financement aux jeunes entreprises et une solution de placement aux investisseurs. Quant à la législation entourant le marché de l'ECF, elle a permis de le légitimer en apportant plus de sécurité aux investisseurs ; et a permis aux porteurs de projets de solliciter des capitaux pouvant aller jusqu'à 5 millions d'euros en Europe comme aux États-Unis.

Enfin, nous avons pu constater que le marché de l'ECF est un marché biface qui crée la rencontre entre deux acteurs que sont : les porteurs de projets et les investisseurs. Dans ce marché, les investisseurs détiennent les ressources utiles à la vie de l'écosystème, en étant les principaux pourvoyeurs de capitaux. Ces derniers doivent donc s'informer et analyser beaucoup d'informations. Notamment sur l'aspect réglementaire du marché de l'ECF, sur la fiabilité des plateformes d'ECF, et sur la solidité financière et technique des projets dans lesquels ils souhaitent investir. Avec pour objectif de faire les meilleurs investissements possibles.

Ce premier chapitre nous questionne sur ces investisseurs qui sont importants pour la survie de l'écosystème du marché de l'ECF. Qui sont-ils ? Quelles sont leurs motivations à participer à des campagnes de financement en ECF ? Sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ? Ces différentes questions font l'objet du chapitre suivant.

Chapitre 2 : Le comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Objectifs du chapitre : nous présentons dans ce chapitre la littérature portant sur l'investisseur en ECF, plus précisément l'investisseur particulier qui est l'objet de notre étude. Nous présentons son expertise, ses motivations, et les critères de choix qui animent ses décisions sur le marché de l'ECF.

Introduction du chapitre 2

Selon le ministère de l'Économie, des Finances, et de la Relance : « les investisseurs sont des personnes qui apportent des capitaux (de l'argent) afin de favoriser le développement de l'entreprise³⁴ ». Pour Vernimmen et *al.* (2018), tout investisseur est un spéculateur, dans la mesure où il anticipe sur un flux futur, il spéculé sur l'avenir. Pour le Larousse, c'est un « Agent ou organisme qui réalise des placements financiers à des fins d'investissement³⁵ ».

Il est essentiel de faire la différence entre l'investisseur-personne physique et personne morale. Ils investissent tous deux sur le marché de l'ECF. Notre revue de littérature va principalement porter sur l'investisseur personne physique (particulier ou individuel). En effet, comme nous le verrons dans ce chapitre, c'est un investisseur non expert qui achète les actifs de jeunes entreprises risquées sur le marché de l'ECF. L'objectif est de comprendre son comportement en présentant son expertise, ses motivations et les critères d'investissement qui guide ses actions.

On parle de l'investisseur particulier ou d'actionnaire individuel toute personne physique ou ménage qui investit pour son propre compte. Les investisseurs deviennent des actionnaires lorsqu'ils prennent des parts au capital d'une entreprise. L'activité d'actionnaire commence par l'action d'investir. L'actionnaire individuel est un : « terme désignant un actionnaire particulier

³⁴Ministère de l'économie et des finances. <https://www.economie.gouv.fr/facileco/lentreprise-et-investisseurs> [consulté le 14/09/2021]

³⁵ Dictionnaire le Larousse. <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/investisseur/44114> [consulté le 14/09/2021]

ou personne physique. L'actionnaire individuel n'est pas une société, mais un particulier investissant en bourse pour son compte propre³⁶ ».

L'investisseur-personne morale est : « un organisme effectuant des placements (notamment en valeurs mobilières) pour son compte ou pour le compte de tiers, à une grande échelle³⁷ ». Les investisseurs en tant que personnes morales peuvent être regroupés en différentes catégories. Nous avons les fonds de pension publics et privés, les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurance et les banques à travers leurs filiales d'investissement (Brabet, 2002 ; Jeffers et Plihon, 2001).

Plusieurs travaux de recherche en finance et en entrepreneuriat ont étudié les investisseurs particuliers présents en ECF. Ces travaux ont principalement porté sur l'étude des motivations des investisseurs particuliers à prendre part à des campagnes d'ECF (Schwienbacher et Larralde, 2012) ; sur le profilage de ces derniers ; sur leurs expertises ; et sur les critères qu'ils prennent en compte pour se décider (Lukkarinen et *al.*, 2019 ; Nitani et *al.*, 2019). Nous allons dans ce chapitre présenter ces différents travaux dans le but de pouvoir décrire l'investisseur particulier en ECF. Il est important de souligner que les travaux en ECF qui sont présentés dans ce chapitre ne précisent pas toujours les types d'investisseurs étudiés (particuliers ou professionnels).

Toutefois, le marché de l'ECF est en grande partie destiné aux investisseurs particuliers. À ce propos la BPI souligne que : « Le *crowdfunding* vous permet d'entrer en contact avec des financeurs (des particuliers principalement) qui agissent soit dans une démarche philanthropique (pour aider des projets qui "ont du sens", des projets "coup de cœur"), soit pour en retirer un revenu »³⁸.

Ces particuliers constituent une foule ou *crowd* en anglais. Pour Anzieu et Martin (2013, p. 29) : « quand les individus se trouvent réunis en grand nombre (plusieurs centaines ou plusieurs milliers) au même endroit, sans avoir cherché explicitement à se réunir on a affaire à des phénomènes de foule ».

³⁶EduBourse. <https://www.edubourse.com/lexique/actionnaire-individuel.php> [Consulté le 17/03/2020]

³⁷Dictionnaire le Larousse. https://www.larousse.fr/encyclopedie/divers/investisseur_institutionnel/62448 [Consulté le 16/03/2020]

³⁸Bpi France. (2021). <https://bpifrance-creation.fr/encyclopedie/financements/financement-participatif/crowdfunding-ou-financement-participatif-outil> [Consulté le 02/03/2022]

Belleflamme et *al.* (2014, p. 2) soulignent que le CF fait « appel à la “foule” au lieu d’investisseurs spécialisés ». Thies et *al.* (2019, p. 1379) parlent de « plusieurs individus “la foule” » pour désigner l’ensemble des personnes physiques prenant part aux campagnes de financement. Pour Renault (2017), la foule en *crowdfunding* correspond à : « une poignée de personnes soutenant un projet sur une plateforme de financement participatif. »

Cette foule peut parfois constituer une communauté d’investisseurs. Josefy et *al.* (2017, p. 164) définissent la communauté en *crowdfunding* ainsi : « dans certains cas, cette communauté est définie par la géographie, mais dans d’autres, les intérêts personnels dans une technologie, une classe de produits ou une fonction peuvent la délimiter. Parfois, la communauté est enracinée dans la famille, les amitiés ou les pairs. Ou peut-être est-il basé sur un problème de cause commune, ou un défi social ou environnemental mondial ». Les différentes communautés qui se rassemblent sur une plateforme de financement autour d’un projet forment une foule. Cette foule « constitue alors un gisement conséquent de compétences et de ressources physiques, sociales, culturelles et financières qui peuvent être mobilisées afin de concourir à la création de valeur d’une organisation » (Onnée et Renault, 2014, p.119). Enfin, pour Méric et *al.* (2016, p. 64), la foule « n’est pas constituée seulement par des individus isolés, mais peut aussi (parfois) se revendiquer comme un ensemble relativement uni dont la cohésion (en communauté) influencera forcément le succès d’un appel au financement ».

1. Profil et comportement des investisseurs individuels en France

Avant de prendre connaissance du profil de l'investisseur particulier sur le marché de l'ECF en France, nous voulons faire un point sur l'investisseur individuel en France.

Le sondage de janvier 2022³⁹ fait par l'Autorité des Marchés financiers (AMF) (voir Figure 21), montre l'évolution par trimestre du nombre de particuliers ayant passé un ordre d'achat ou de vente sur les marchés financiers. Nous pouvons observer que les titres financiers en actions sont les principaux actifs détenus par les Français. Le pic observé au quatrième trimestre 2019 marque l'entrée en bourse de la Française Des Jeux (FDJ) qui avait provoqué un grand engouement. Au quatrième trimestre 2020, on observe également un autre pic qui marque la ruée des investisseurs sur les actifs financiers suite à la baisse des marchés causée par la pandémie de la COVID-19. C'était l'occasion pour les investisseurs d'acheter les actifs à des prix bas. L'AMF dans son étude sur les comportements des investisseurs particuliers pendant la crise COVID-19 montre que : « En 5 semaines pendant la crise de la Covid-19 (semaines 10 à 14 de 2020), un solde positif de l'ordre de 3,5 milliards d'euros a été investi par des particuliers dans les actions de la SBF120⁴⁰. Dans des volumes globaux sur Euronext Paris multipliés par 3 par rapport à une moyenne 2019, les achats des particuliers ont été multipliés par 4 [...] 150 000 nouveaux investisseurs ont pris part à ces investissements »⁴¹.

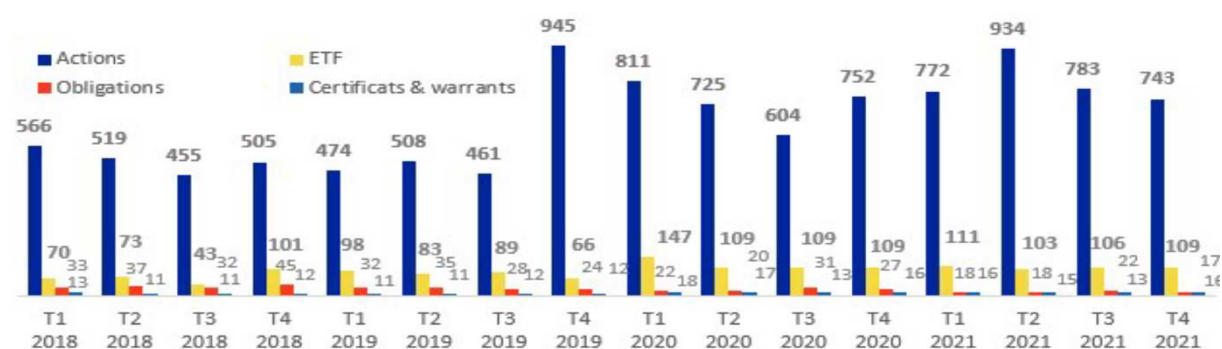


Figure 21. Évolution trimestrielle d'achat et de vente d'actifs par les investisseurs particuliers en France

Source : AMF, n° 05 janvier 2022

³⁹ Autorité des Marchés Financiers. (2022). <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/observatoire-de-lepargne/tableau-de-bord-des-investisseurs-particuliers/tableau-de-bord-des-investisseurs-particuliers-actifs-ndeg5-janvier-2022> [consulté le 02/02/2022]

⁴⁰ Société des Bourses Françaises

⁴¹ Autorité des Marchés Financiers. (2020). https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-04/investisseurs_particuliers_actions_mars_2020.pdf [consulté le 02/02/2022]

Ces nouveaux investisseurs arrivés sur le marché durant la pandémie en 2020 sont plus jeunes que les investisseurs qui étaient déjà présents sur le marché. On peut voir dans le Tableau 6 ci-dessous que l'âge médian pour les nouveaux investisseurs dans les banques de réseaux est de 48 ans pour 2020 contre 61 pour 2018-2019. Pour les établissements de courtage en ligne les nouveaux investisseurs sont encore plus jeunes en 2020, 36 ans contre 49 ans en 2018-2019.

Nous observer que la pandémie qui a affecté les marchés en réduisant la valeur des actifs a permis d'attirer de nouveaux investisseurs plus jeunes sur les marchés financiers. Les jeunes en France voient dans l'investissement financier un véritable intérêt pour faire des placements.

Tableau 6. Âge moyen des nouveaux investisseurs particuliers sur les marchés financiers du 24/02 au 03/04/2020

Type d'établissement	Nb investisseurs SBF 120 2018-2019	Nb nouveaux investisseurs (24/02 au 03/04/2020)	Part de nouveaux investisseurs	Age médian investisseurs 2018-2019	Age médian nouveaux investisseurs
Banques de réseau	900 000	112 000	12%	61	48
Courtiers en ligne	220 000	41 000	19%	49	36

Source : AMF, avril 2020

Concernant les montants investis sur la période du 27 février au 3 avril 2020 (cf. tableau 7), les nouveaux investisseurs ont investi des montants plus modestes que les anciens investisseurs. On peut observer que dans les banques de réseaux, les nouveaux investisseurs ont une médiane d'achat de 2 900 € inférieure au 5 100 € des anciens investisseurs. Chez les courtiers en ligne, c'est moitié moins avec une médiane de 2 000 € investis par les nouveaux investisseurs, pour 4 500 € chez les anciens investisseurs.

Tableau 7. Nombre de nouveaux investisseurs particuliers sur les marchés financiers du 27 février au 3 avril 2020

Type d'établissement	médiane achats anciens investisseurs	nb anciens investisseurs actifs pendant la crise	médiane achats nouveaux investisseurs	nb nouveaux investisseurs
Banques de réseau	5 100	305 000	2 900	112 000
Courtiers en ligne	4 500	123 000	2 000	41 000

Source : AMF, avril 2020

Un autre sondage d'OpinionWay⁴² (juillet 2021) commandé par l'AMF sur les Français et les placements responsables a été mené sur une population de 2 074 personnes. Ce sondage montre que 19 % des Français détiennent un Plan d'Épargne en Action (PEA) ou un compte-titres. 67 % des sondés déclarent que les enjeux de développement durable sont importants pour eux. En matière de critères de choix de placement, ils privilégient tout d'abord la sécurité des placements, ensuite la rentabilité du produit, enfin la disponibilité du placement. D'autres critères tels que la simplicité, la compréhension du placement, ou encore la réputation de l'établissement qui propose les produits financiers sont pris en compte par les investisseurs particuliers.

Une autre enquête menée auprès de 705 investisseurs particuliers par l'AMF⁴³ du 18 au 29 septembre 2020 portait sur les *Investisseurs particuliers : leurs motivations et leurs pratiques d'investissement*. Cette étude souligne que les investisseurs particuliers en France ont un patrimoine financier moyen d'environ 210 000 € et une épargne de précaution conséquente d'environ 50 000 € (AMF, 2020, septembre, p. 8). En investissant, ces particuliers ont pour objectifs de faire fructifier leur capital, diversifier leur épargne et réduire le risque. Ces investisseurs particuliers se reconnaissent comme méthodiques, rigoureux en investissement, bon père de famille et ont une vision longue des investissements qu'ils font. Ils veulent progresser dans la compréhension des marchés financiers et de l'économie. Ils ont le sentiment de participer au développement de l'économie en investissant dans les actions, en investissant dans le développement durable. Enfin, les trois quarts des investisseurs se sentent autonomes en investissement, les deux tiers des investisseurs ont le sentiment bien s'y connaître en matière de produits d'épargne et de placements (AMF, 2020, septembre, p. 14-25).

De ces différents résultats, nous pouvons déduire qu'il y a eu un regain d'intérêt pour les investissements financiers chez les particuliers français depuis 2019. Principalement au premier semestre 2020 avec la crise de la COVID-19. Elle a fait chuter les cours du marché des actions, et a permis aux investisseurs particuliers et aux plus jeunes d'avoir des points d'entrée intéressants. Enfin, les particuliers français sont sans cesse à l'écoute du marché boursier, dans l'objectif faire de nouveaux investissements intéressants comme le souligne l'étude l'AMF. L'intérêt des investisseurs pour les marchés financiers nous interroge sur leur expertise et sur les facteurs cognitifs qui interviennent dans leurs décisions d'investissement.

⁴² Autorité des marchés Financiers. (2021). https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/les-francais-et-les-placements-responsables-opinionway-pour-amf-juillet-2021_vf_1.pdf [consulté le 02/03/2022]

⁴³ Autorité des marchés Financiers. (2020). https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2020-12/csa-pour-amf-etude-investisseurs-2020_0_1.pdf [consulté le 02/03/2022]

2. Les différents types d'investisseurs et leurs expertises sur le marché de l'*Equity-crowdfunding*

Après avoir vu le profil de l'investisseur individuel français en général, nous allons nous intéresser précisément à ceux présents sur le marché de l'ECF. Ce marché fait appel à un ensemble d'investisseurs qu'on appelle foule d'investisseurs ou *Crowdfunders* en anglais. Nous allons utiliser les données provenant du baromètre du financement participatif France et ceux de la plateforme d'ECF Wiseed qui est leader du marché en France et la plus ancienne fondée en 2008. C'est la seule plateforme au moment de notre récolte de données qui proposait des données exploitables sur les investisseurs présents sur sa plateforme.

La Figure 22 ci-dessous présente les données relatives aux investisseurs en ECF sur le marché français. Elle ne différencie pas les investisseurs particuliers des investisseurs privés ou institutionnels. En additionnant les investisseurs en capital et les investisseurs en Royalties,⁴⁴ on obtient un total de 26 012 investisseurs. La moyenne d'âge de ces investisseurs est comprise entre 47 et 48 ans. Ils contribuent en moyenne pour 4 130 € en capital et 1 043 € en Royalties. Tous ces investisseurs ont contribué à financer près de 303 projets en 2021.

	Capital	Royalties
Volumes collectés	101,9 M€	1,6 M€
Nombre de projets financés	257	46
Nombre de Financeurs	24 438	1 574
Nombre de souscriptions	57 648	2 959
Montant moyen de la collecte	392 370 €	36 520 €
Nombre moyen de financeurs par projet	95	35
Contribution moyenne par financeur	4 130 €	1 043 €
Age Moyen du financeur	47 ans	48 ans
Taux de sélection	5,40%	11,00%
Taux de succès	92,65%	93,00%
Frais moyens	6,02%	6,00%
Taux de sorties positives ⁽⁷⁾	93,20%*	

*Toutes catégories confondues

Figure 22. Financement participatif en Capital et Royalties en France

Source : Mazars – Financement Participatif France (FPF) (2021)

⁴⁴Dictionnaire le Larousse. <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/royalties/70139> [consulté le 02/08/2022] : Droits d'auteur, redevance due au propriétaire d'un brevet ou d'une marque ou encore au propriétaire du sol sur lequel sont assurées certaines exploitations.

Dans la Figure 23 ci-dessous, nous pouvons voir que les *crowdfunders* investissent en ECF majoritairement dans le secteur de l'économie, et très peu dans le secteur culturel et social. En économie, leurs investissements sont orientés à 50 % dans l'environnement et les énergies renouvelables et à 28 % dans le secteur technologique et numérique.

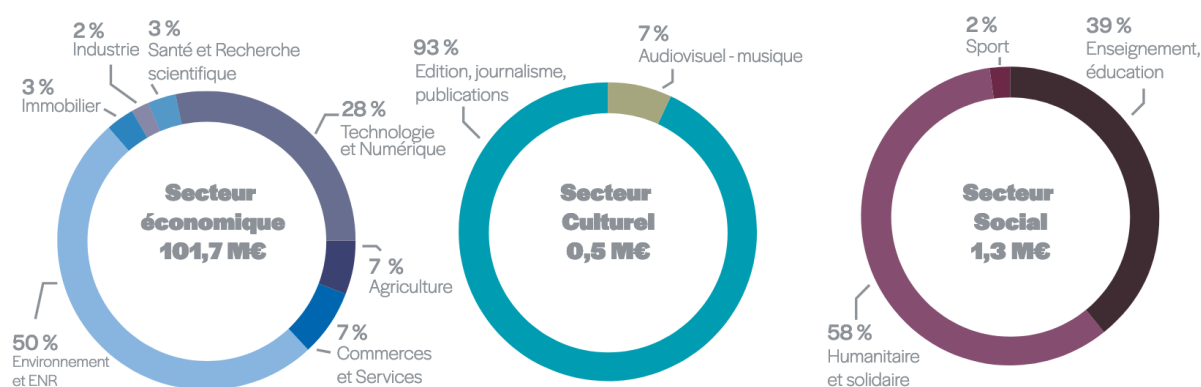


Figure 23. Secteurs d'investissement des *crowdfunders* en France

Source : Mazars – Financement Participatif France (FPF) (2021)

En ce qui concerne la plateforme d'ECF Wiseed, elle est l'une des plus grandes plateformes françaises. Elle revendique près de 22 100 investisseurs pour un volume de fonds collectés 336 M€ depuis 2009⁴⁵. Ses membres sont composés de 80 % d'hommes contre 20 % de femmes. Ils investissent en moyenne 1 119,57 € par projet et détiennent en moyenne dans leurs portefeuilles 13 projets. Il faut souligner que les statistiques émises par Wiseed englobent les investisseurs professionnels et particuliers.

2.1 Les différents investisseurs présents sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Au regard de la littérature, si l'on prend l'ensemble des acteurs pouvant financer un projet sur une plateforme d'ECF, deux grandes catégories d'investisseurs peuvent clairement être distinguées : **les investisseurs experts et les non-experts**. Ahlers et *al.* (2015) et Buttice et Vismara (2021) soulignent l'existence des investisseurs non experts ou non

⁴⁵Wiseed. (2022). <https://www.wiseed.com/fr/statistiques> [consulté le 08/03/2022]

professionnels (particuliers) qui n'ont pas l'expérience et les capacités d'investir comme des professionnels.

2.1.1 Les investisseurs particuliers ou non experts

Ahlers et *al.* (2015) soulignent que les investisseurs particuliers n'ont pas d'expertise en matière d'investissement. Ils n'ont pas les compétences et les outils nécessaires pour mener des diligences. On peut citer comme investisseurs particuliers :

Les proches : les membres de la famille et amis du porteur du projet. Ces derniers constituent souvent le premier cercle d'investisseurs, ils ont la volonté d'aider. Ils apportent souvent les capitaux nécessaires au démarrage. Toutefois, ces capitaux restent faibles par rapport aux apports des autres investisseurs (Mitter et Krauss, 2011). Ce sont généralement des investisseurs ponctuels qui interviennent pour soutenir le porteur de projet sur la plateforme (Agrawal et *al.*, 2011).

Hornuf et Schmitt (2016) et Wallmeroth et *al.* (2018) ont mis en avant deux types d'investisseurs particuliers au regard des montants investis. Il y a les **investisseurs stratégiques** qui investissent généralement des montants au-dessus de 5 000 € ; et les **investisseurs naïfs** qui diversifient beaucoup leurs investissements et qui sont généralement en dessous de 5 000 € comme les amis et familles.

Mohammadi et Shafi (2017) font une catégorisation par genre en soulignant que les hommes investissent plus que les femmes, et sont moins averses aux risques que ces dernières.

2.1.2 Les investisseurs professionnels ou experts

Les **Business Angels (BA)** sont : « Les Business Angels représentent des investisseurs privés qui, au cours de leur travail actif, ont acquis de la richesse et de l'expérience et sont prêts à investir dans de nouvelles entreprises afin d'aider les jeunes entrepreneurs tout en faisant du profit simultanément » (Ramadani, 2009, p.250). Mason et *al.* (2016, p.322) les définissent comme : « les particuliers fortunés qui investissent leur propre argent, seuls ou avec d'autres, directement dans des entreprises non cotées dans lesquelles il n'y a aucun lien familial ». Ils sont également présents sur le marché de l'ECF et investissent parfois aux côtés des particuliers (Wang et *al.*, 2019). Ce sont des investisseurs professionnels (Vismara, 2019). Ces derniers

travaillent souvent entre eux ou en réseau pour faire les meilleurs choix d'investissement. L'effet réseau réduit les asymétries d'informations, et permet aux BA d'échanger et de discuter sur les entreprises à fort potentiel avant d'investir.

Les **sociétés de capitaux risque (VC⁴⁶)** : « Le capital-risqueur est un intermédiaire financier dont le pilier est l'accompagnement financier et managérial des entreprises en phase de démarrage » (Caselli et Negri, 2018, p.39). Ce sont des investisseurs professionnels qui participent également aux campagnes d'ECF aux côtés des particuliers (Shafi, 2021 ; Vismara, 2019). Pour Vismara (2019), bien que les investisseurs particuliers sont majoritaires sur les plateformes d'ECF, les sociétés de capitaux risque sont celles qui investissent les sommes les plus importantes. Ces sociétés sont généralement bien informées sur les projets et leur présence est un signal positif envoyé aux autres investisseurs pour la suite de la campagne de financement (Kleinert et *al.*, 2020).

Les entreprises interviennent également comme investisseurs dans l'ECF. Celles ayant des réserves de capitaux font également des placements sur le marché de l'ECF (Boyer et *al.*, 2016).

Les Banques investissent également aux côtés des particuliers sur les plateformes comme nous l'avons vu au chapitre 1 : 1.5.2.

2.2 L'investisseur expert ou client professionnel au sens de l'Autorité des Marchés Financiers

En France, le code monétaire financier Art. L. 533-16 précise que : « *un client professionnel est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* ».

De plus, un client professionnel doit pouvoir remplir au moins deux de ces trois critères selon l'Art. D. 533-11 : «

- *Un total bilan égal ou supérieur à 20 millions d'euros ;*
- *Chiffres d'affaires nets ou recettes nettes égaux ou supérieurs à 40 millions d'euros ;*

⁴⁶ Venture capitalist en anglais

- *Capitaux propres égaux ou supérieurs à 2 millions d'euros ».*

Cependant, l'article Art. D 533-11-1 apporte une exception : *« les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuilles peuvent, de leur propre initiative ou à la demande d'un client, traiter comme un professionnel un non professionnel, soit de manière générale, soit pour des instruments financiers, services d'investissement ou transactions, un client considéré comme non professionnel en application des dispositions de l'article D.533-11 ».*

Aussi quelques critères doivent être appliqués pour l'évaluation de ce client selon l'article Art. D 533-12 :

- *« La détention d'un portefeuille d'instruments financiers, défini comme comprenant les dépôts bancaires et instruments financiers d'une valeur supérieure à 500 000 euros ;*
- *la réalisation d'opérations, chacune de taille significative telle que déterminée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, sur des instruments financiers, à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur quatre trimestres précédents ;*
- *l'occupation pendant au moins un an, dans le secteur financier, d'une position professionnelle exigeant une connaissance de l'investissement en instruments financiers ».*

En référant à la définition d'un investisseur expert ou client professionnel selon le code monétaire financier, nous pouvons déduire que la grande majorité des investisseurs présents sur le marché de l'ECF ne sont pas investisseurs experts ou clients professionnels. Cependant, une question demeure. Pouvons-nous restreindre l'expertise des investisseurs sur le marché de l'ECF aux seuls critères du code monétaire financier Art. L. 533-16 ? Dans le titre suivant, nous montrons que l'expertise des investisseurs peut se construire par la pratique.

2.3 Une expertise forgée par la pratique de l'investissement

Estrin *et al.* (2018) ont mené une étude qualitative sur le marché de l'ECF auprès de 44 investisseurs divisés en deux groupes (ceux qui investissent occasionnellement et ceux qui investissent régulièrement avec de gros montants). Ils soulignent que malgré les sommes

investies, les deux groupes de personnes affirment gagner en expérience de deux manières. Premièrement, en participant de manière consécutive à des campagnes de financement. Deuxièmement, en interagissant avec les autres investisseurs sur la plateforme d'investissement. Générant chez eux un processus d'apprentissage sur lequel ces derniers capitalisent au fur et à mesure qu'ils investissent.

Manthé (2018) a montré qu'il existe chez les *crowdfunders* particuliers une expertise subjective. C'est la perception qu'un investisseur a de ses compétences. Cette expertise subjective peut être complète/partielle et sectorielle/généraliste sur un secteur en particulier ou sur l'activité d'investissement. Elle a un effet positif sur l'engagement de l'investisseur dans la communauté. L'investisseur ayant une expertise subjective élevée contribue plus dans les échanges autour d'un projet. L'expertise subjective contribue également à augmenter l'intention d'investissement. Enfin, l'investisseur ayant une expertise subjective élevée perçoit plus les risques que les autres investisseurs.

Il existe bien une expertise en investissement pouvant être acquise par la pratique. Pour démontrer cela, nous faisons une analogie avec les travaux de Seru et *al.* (2010) sur les traders⁴⁷. Ils montrent qu'en corrélant la performance obtenue par les traders, à l'effet de disposition⁴⁸ et au temps passé dans le métier en tant que trader ; on observe une amélioration des performances des traders dans le temps. L'expérience qui résulte de l'apprentissage par la pratique permet aux traders d'avoir des résultats croissants dans le temps et réduit par la même occasion les effets de disposition. Au fur et à mesure que ces derniers négocient, ils gagnent en expérience. Cette étude se base à la fois sur le nombre d'années à exercer le métier, sur le nombre de transactions effectuées et cumulées. Ces résultats montrent que le nombre élevé de transactions concourt à un gain significatif d'expérience, contrairement au nombre d'années passées à exercer le métier qui contribue faiblement à gagner de l'expérience. Ainsi l'expérience se construit plus rapidement dans la pratique de la négociation d'actifs financiers. Ces résultats sont conformes à ceux de Feng et Seasholes (2005) et Arrow (1971).

Nous pouvons dire que la pratique de l'investissement comme dans toute autre activité a un effet positif sur l'expérience. En réalisant une multitude d'investissements et en capitalisant sur les précédents investissements, les investisseurs particuliers en ECF peuvent

⁴⁷ Ce sont des professionnels de l'investissement qui négocient des titres financiers sur les marchés boursiers.

⁴⁸ C'est la tendance qu'ont les investisseurs à vendre très tôt des produits financiers qui gagnent de la valeur et à garder longtemps ceux qui en perdent, en espérant qu'ils finiront par prendre de la valeur.

gagner en expérience, et monter en compétence sur ce marché sans toutefois posséder des capitaux conséquents.

En somme, l'expertise s'acquiert et se développe par la pratique et peut-être acquise par tout individu. Au-delà des compétences financières, l'investissement se fonde également sur un jugement subjectif, qui peut amener les professionnels à se tromper autant que les non professionnels. C'est en cela que la finance comportementale a soulevé la présence de facteurs cognitifs et affectifs qui influencent notre processus décisionnel le rendant moins performant, nous y reviendrons plus loin au *chapitre 3 : 4*.

Nous allons maintenant présenter la littérature qui traite des motivations qu'ont les *crowdfunders* particuliers à investir sur le marché de l'ECF. Il est essentiel de comprendre ces motivations pour cerner les décisions des investisseurs particuliers.

3. Les motivations des investisseurs particuliers à participer à une campagne de financement en *Equity crowdfunding*

Nous allons ici nous appuyer sur la littérature portant sur les motivations des investisseurs particuliers en ECF, pour saisir les fondements de leur volonté à participer aux campagnes d'ECF.

Pour Harms (2007), les intentions d'investir dans le CF peuvent trouver leurs sources dans plusieurs dimensions.

- Dans la dimension économique et financière, nous avons : l'impact du projet sur l'économie de la région ou du pays, la certitude que le projet est viable et peut avoir de bonnes retombées pour l'investisseur et pour la société.
- Dans la dimension sociale nous avons : l'appartenance à une communauté, participer à des échanges constructifs, etc.
- Dans la dimension émotionnelle, nous avons : la joie de participer à une aventure entrepreneuriale, être acteur d'un projet d'avenir, encourager un porteur de projet.
- Dans la dimension fonctionnelle, nous avons : la capacité qu'offre le CF à entrer en contact avec les porteurs de projet, et à investir rapidement.

En somme, les perspectives sociales, économiques et psychologiques doivent donc être combinées, pour parvenir à une compréhension globale des motivations des *crowdfunders* particuliers.

Schwienbacher et Larralde (2012), Collins et Pierrakis (2012) distinguent chez les investisseurs en ECF des motivations intrinsèques et extrinsèques. Les motivations intrinsèques sont résultantes d'une autosatisfaction personnelle et sont empreintes de curiosité, et d'altruisme. C'est une démarche qui vise à apporter quelque chose à l'autre. Quant aux motivations extrinsèques, elles sont résultantes d'une reconnaissance extérieure et empreintes d'une démarche qui vise à recevoir quelque chose suite à une action posée. Nous avons pu à partir de la littérature classer les différentes motivations qui animent les *crowdfunders* particuliers (cf. tableau 8). Ces motivations sont détaillées à la suite du tableau.

Tableau 8. Littérature sur les motivations extrinsèques et intrinsèques des crowdfunders en ECF

Type de motivation	Type de motivation en ECF	Références
Motivations financières	Extrinsèque	Lukkarinen et Seppälä (2019) ; Estrin et <i>al.</i> (2018); Cholakova et Clarysse (2015).
Motivations sociales	Intrinsèque	Lukkarinen et Seppälä (2019) ; Collins and Pierrakis (2012).

Source : Auteur

Les motivations financières

Par une méthodologie qualitative menée avec des interviews auprès de 44 investisseurs particuliers anglais, Estrin et *al.* (2018) montrent que leur principale motivation est l'espérance d'un retour sur investissement conséquent. Les investisseurs voient dans l'ECF une classe d'actif qui équilibre assez bien le risque et le rendement. Ils espèrent trouver la licorne qui leur permettra de faire un rendement fois cinq, voire fois dix. Les investisseurs multiplient les projets, car ils sont conscients que très peu d'entre eux réussiront. L'ECF leur donne la possibilité de multiplier les investissements avec de petites sommes. L'exposition au risque est acceptée, car étalée sur plusieurs projets avec de petites sommes. La réglementation apportée à ce marché rassure les investisseurs. Les politiques fiscales, notamment avec la réduction d'impôt favorise l'investissement comme nous l'avons vu au *chapitre 1 : 2.1.2*. Enfin, l'apprentissage, le réseautage et les faibles coûts d'investissement ont fortement incité les particuliers à s'intéresser à ce mode de financement.

Pour Lukkarinen et *al.* (2019), les investisseurs ont une forte tendance à chercher prioritairement le gain. Cholakova et Clarysse (2015) ont mené une étude quantitative sur la plateforme d'ECF néerlandaise auprès de 155 investisseurs particuliers. Elles montrent que l'espérance de gain est un facteur majeur qui motive les *crowdfunders* particuliers et affecte positivement les montants investis. Les auteurs affirment également que les motivations non financières n'ont pas d'effets très significatifs sur l'intention des investisseurs à participer à des campagnes d'ECF.

Les motivations sociales

Pour Lukkarinen et *al.* (2019), selon que les motivations sont intrinsèques ou extrinsèques on peut avoir en ECF différents groupes d'investisseurs dont les critères d'investissement diffèrent des uns des autres. Même si le retour sur investissement reste le facteur prédominant, l'investissement dans une campagne peut être également empreint d'une volonté de donner pour aider le projet à avancer. C'est le cas des *crowdfunders* particuliers orientés vers le don ou l'aide. Ces *crowdfunders* particuliers ont pour priorité de se sentir utiles, en aidant un porteur de projet à se réaliser et à réaliser un projet qui peut être d'utilité sociétale. Ils veulent également faire partir de l'aventure entrepreneuriale. Pour Lukkarinen et *al.* (2019), d'autres investisseurs se montreront purement capitalistes et s'orienteront vers des projets qui présentent un potentiel financier conséquent. On parle d'eux comme des investisseurs purs qui s'attachent à scruter les projets les plus pertinents et ne s'attardent pas sur d'autres aspects que la plus-value probable. Enfin, il existe des investisseurs qui sont pris entre la volonté d'aider et de faire une plus-value. Ces derniers sont orientés vers l'accompagnement. Ils s'impliquent dans le projet en soutenant la cause et en veillant à ce que leurs intérêts financiers grandissent.

Pour Collins et Pierrakis (2012), les motivations financières cohabitent avec les motivations sociales. Ces motivations peuvent être la volonté de soutenir un entrepreneur local, de participer à un projet innovant, ou encore, le prestige d'investir dans de jeunes entreprises innovantes.

Comme nous l'avons souligné plus haut, connaître les motivations des investisseurs c'est cerner leurs comportements et comprendre d'où vient leur volonté à participer à une campagne. Cela est essentiel pour la suite de notre travail de recherche. Les motivations étant connues, il s'agit maintenant de saisir les critères sur lesquels les investisseurs fondent leurs choix d'investissement.

4. Les critères soutenant les choix des investisseurs particuliers sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Outre les motivations, les investisseurs se basent sur plusieurs critères décisionnels pour choisir les projets qu'ils financeront. Nous résumons la littérature liée à ces critères dans le tableau 9 suivant et nous développons cette littérature par la suite.

Tableau 9. Littérature sur les critères soutenant les décisions des *crowdfunders* particuliers en ECF

Critères de décision	Auteurs
La description faite du projet et la compréhension de l'offre (produits et services) : spécifications de la campagne qui englobent les écrits et vidéos.	Shafi (2021) ; Lukkarinen et <i>al.</i> (2019) ; Block et <i>al.</i> (2018); Felipe et Ferreira, (2020).
L'attractivité de l'entreprise qui est basée sur la santé financière et commerciale de l'entreprise, les brevets déposés. Les éléments contractuels, et les parts du capital cédées.	Shafi (2021) ; Felipe et Ferreira, (2020) ; Ralcheva et Roosenboom (2019) ; Nitani et <i>al.</i> (2019) ; Bouaïss et Redis (2019) ; Lukkarinen et <i>al.</i> (2019) ; Ahlers et <i>al.</i> (2015)
Le capital humain : Les expériences passées, les diplômes des dirigeants	Shafi (2021) ; Bouaïss et <i>al.</i> , (2021). Nitani et <i>al.</i> (2019) ; Ralcheva et Roosenboom (2019) ; Bouaïss et Redis (2019) ; Lukkarinen et <i>al.</i> (2019) ; Ahlers et <i>al.</i> (2015).

La compréhension de l'offre (produits et services) comme critère de décision

Lukkarinen et Seppälä (2019) ont mené leur étude sur la plateforme d'ECF finlandaise Invesdor. Ils ont travaillé sur un échantillon de 911 investisseurs particuliers qui avaient investi sur un total de 52 campagnes différentes. Leurs résultats montrent que les investisseurs prennent en compte la présentation qui est faite des projets. Ils prennent pour critères d'investissement les pitches des dirigeants, la pertinence de la présentation vidéo des projets, la qualité des éléments écrits et contractuels. Block et *al.* (2018) ont analysé 71 projets durant leur phase de financement sur deux plateformes allemandes Seedmatchand et Companisto. Ils montrent que les investisseurs particuliers sont sensibles aux projets qui fournissent sans cesse des informations à jour sur l'évolution de l'entreprise et de la campagne de financement. Un flux continu d'informations permet aux investisseurs de mieux cerner l'activité et d'observer le développement de l'entreprise. Ce sont des signaux qui les incitent à investir. Ces signaux font également référence à l'ensemble des informations qui peuvent conduire une personne

(physique ou morale) à investir dans une entreprise (Spence, 1973). Les signaux affectent positivement le nombre d'investisseurs et les montants investis. Felipe et Ferreira (2020) ont travaillé sur 99 campagnes issues de la grande plateforme brésilienne KRIA. Leurs résultats montrent que les entreprises développant des produits ont plus de chance de réussir leur campagne de financement que celles développant des services. Les investisseurs ont une préférence pour les produits tangibles.

la situation financière comme critère de décision

Après avoir analysé 319 campagnes réussies sur quatre plateformes d'ECF, Companisto (Allemande), Crowdcube (Anglaise) ; Invesdor (Finlande) ; et (Suède), Nitani et *al.* (2019) montrent que les investisseurs particuliers se penchent sur les états financiers pour évaluer et prendre leurs décisions d'investissement. Les éléments comme les ventes déjà générées ou les commandes en cours, la situation financière positive sont des signaux pertinents pour s'engager dans les projets. Ralcheva et Roosenboom (2019) ont étudié 2 171 projets, dont 961 qui ont atteint leurs objectifs sur deux grandes plateformes notamment Crowcube et Seedrs. Pour eux, le montant sollicité par les porteurs de projets durant la campagne est un élément qui influence les investisseurs particuliers. Les campagnes qui sollicitent des montants peu élevés sont plus plébiscitées. Ainsi, les investisseurs prennent en compte les parts du capital que cèdent les dirigeants. Les dirigeants qui cèdent peu de parts de leur capital donnent un signal positif qui se traduit par la volonté de ces derniers à garder le contrôle de leurs activités. Preuve qu'ils ont foi en ce qu'ils font, et acceptent de prendre autant de risques qu'ils ont de parts au capital. Lukkarinen et Seppälä (2019) ont questionné 911 investisseurs sur la plateforme finlandaise Invesdor. Ils soulignent que l'attractivité financière et commerciale de l'entreprise sont des critères importants pour les investisseurs ayant répondu au questionnaire. Bouaïss et Redis (2019) ont étudié 238 campagnes entre 2010 et 2017, sur quatre plateformes françaises (Anaxago, SmartAngels, Sowefun et Wiseed). Ils montrent que les investisseurs sont attirés par des projets innovants qui détiennent des brevets. C'est la preuve d'une valeur ajoutée importante pour le projet. Ces résultats concordent avec ceux de Bouaïss et *al.*, (2021) ; Kleinert et *al.*, (2020) ; Ralcheva et Roosenboom (2019) ; Ahlers et *al.*, (2015). Les travaux d'Ahlens et *al.* (2015) portent sur 104 campagnes de financement issues de la plateforme australienne ASSOBS entre 2006 et 2011. Ici, les investisseurs particuliers prennent en compte la feuille de route financière proposée par l'entreprise (les potentielles stratégies de sorties, les risques financiers et autres indicateurs tels que les fonds propres et les dettes). Enfin, Felipe et Ferreira (2020) observent que sur les plateformes brésiliennes, les entreprises ayant des clauses

garantissant la non-variabilité du capital auront une probabilité de réussite meilleure que celle ne proposant pas cette clause.

Cependant, entre septembre 2015 et août 2016, Shafi (2021) a étudié 207 campagnes sur la plateforme d'ECF Crowdcube. Il montre que les investisseurs particuliers ne prêtent pas une attention significative aux informations financières. En effet, les investisseurs particuliers trouvent que ces informations sont difficiles à évaluer, de même que d'autres informations techniques liées aux projets. Ces investisseurs font plus attention au produit, au service et au capital humain.

Le capital humain comme critère de décision

Le capital humain des dirigeants est un élément important souligné par la littérature : « Le capital humain d'un individu se définit donc surtout par les connaissances et compétences que ce dernier maîtrise » (Guillard et Roussel, 2010, p.162). L'âge du dirigeant et son expérience sont des facteurs qui contribuent à une levée des fonds réussie. Pour Hervé et *al.* (2017), un dirigeant âgé aura plus de chance de réussir sa campagne qu'un autre moins âgé. Par contre, Bouaïss et Redis (2019) trouvent que les projets de jeunes entrepreneurs (moyenne d'âge 39 ans) auront tendance à attirer davantage d'investisseurs. Ces derniers soulignent que les investisseurs sur le marché français sont attirés par les projets portés par des entrepreneurs jeunes ayant un niveau d'étude très élevé comme un doctorat. Quant à Ahlers et *al.* (2015), l'expérience cumulée par les dirigeants est essentielle à la réussite de la campagne. Plus le ou les dirigeants sont expérimentés, plus la campagne aura tendance à attirer des investisseurs. L'expérience des dirigeants rassure les investisseurs quant à la gestion qui sera faite de l'entreprise. De même, le niveau d'étude est un signal positif. Ainsi les détenteurs de MBA sont très appréciés. Ces résultats concordent avec ceux de Shafi (2021), qui souligne également le capital humain des dirigeants comme critère important pour les investisseurs.

En somme, avant d'investir dans un projet en ECF, trois grands critères sont scrutés par les *crowdfunders* particuliers. Ce sont : la description du projet et la compréhension de l'offre (produits et services), la situation financière de l'entreprise et le capital humain des dirigeants. Pour approfondir nos connaissances sur le comportement des *crowdfunders* particuliers, nous faisons appel dans le chapitre qui suit à la théorie de la finance comportementale. Elle va nous apporter d'autres éléments explicatifs.

Conclusion du chapitre 2

L'objectif de ce chapitre était de prendre connaissance avec l'investisseur individuel, en présentant son profil, ses motivations et ses critères d'investissement sur le marché de l'ECF.

Apports de la littérature

Nous avons pu constater que la littérature a été très productive sur les motivations qui soutiennent la présence des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF. Ces motivations sont de deux ordres :

- Les motivations intrinsèques pour les investisseurs animés par la volonté d'apporter aux autres ce dont ils ont besoin.
- Les motivations extrinsèques pour les investisseurs qui sont à la recherche d'un bénéfice personnel à la suite des investissements faits.

Nous soulignons que la motivation première des investisseurs particuliers est principalement financière. Ce qui reste logique au regard de l'offre d'investissement que propose le marché de l'ECF.

La littérature souligne que : les *crowdfunders* particuliers fondent leurs décisions d'investissement sur des informations financières et sur l'utilité du produit ou du service proposé par projet. Ils se basent également sur des informations facilement appréhendables comme : le capital humain et le réseau autour du projet.

Toutefois, le traitement de ces informations ou critères par les investisseurs est tributaire des compétences de ces derniers, qui peuvent plus ou moins leur permettre de faire des choix rationnels et pertinents.

Limites de la littérature

Nous avons constaté que très peu de travaux ont tenté de théoriser le processus décisionnel des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF. La littérature est restée très descriptive sur la connaissance des investisseurs particuliers en énumérant les motivations, les critères d'investissements et en profilant les types d'investisseurs présents sur le marché. Aussi, en dehors des statistiques et des données provenant des plateformes d'ECF ou des organismes

indépendants français, très peu de travaux en ECF ont étudié les investisseurs particuliers du marché français.

Théoriser le comportement des investisseurs particulier sur le marché de l'ECF

Les théories néo-classiques économico-financières ont longuement tenté d'expliquer le comportement des investisseurs sur les différents marchés financiers. Elles soutiennent l'existence d'une rationalité parfaite chez les investisseurs. Ces derniers étant constamment à la recherche de la maximisation de leurs profits. Ces courants de la finance classique ont été progressivement réfutés par différents travaux tels ceux sur la rationalité limitée des investisseurs, l'asymétrie d'informations ou encore la finance comportementale. Afin d'approfondir nos connaissances sur le comportement des investisseurs particuliers, nous allons nous intéresser à une vision plus théorique du comportement des investisseurs sur un marché financier. Cela permettra de compléter notre revue de littérature, et nous aidera à saisir théoriquement le comportement des *crowdfunders* particuliers sur le marché de l'ECF.

Nous parlerons dans le chapitre suivant d'asymétrie d'informations et de finance comportementale.

Chapitre 3 : Finance comportementale et investisseurs particuliers : asymétrie d'informations, relation d'agence et biais comportementaux sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Objectifs du chapitre : afin de mieux saisir le comportement des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF, nous allons nous aider des travaux en finance comportementale pour souligner l'effet de l'information sur le comportement des investisseurs individuels. Ce chapitre nous permettra également de prendre connaissance des différents travaux ayant déjà traité de finance comportementale en ECF.

Introduction du chapitre 3

Le comportement des investisseurs sur les marchés financiers a longuement nourri la littérature sur la finance. De la rationalité des investisseurs à l'efficacité des marchés, la littérature financière a apporté des éléments permettant de décrire les décisions des investisseurs sur les marchés. La finance comportementale explique les décisions d'investissement en mettant l'accent sur les aspects psychologiques et sociologiques (Tversky et Kahneman, 1973 ; 1974). La finance comportementale a pour terrain d'étude privilégié les marchés financiers où elle décrypte les décisions d'investissement des particuliers, des institutions financières, des gérants de portefeuilles et des ménages. Dans notre travail de recherche, nous voulons nous aider des travaux en finance comportementale pour expliquer le comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'ECF.

Dans ce chapitre, nous présentons premièrement l'asymétrie d'informations et les problèmes d'agence comme étant des facteurs qui affectent la prise de décision chez les investisseurs individuels sur le marché de l'ECF. En effet, l'asymétrie d'informations tend à augmenter l'incertitude chez les investisseurs, en les conduisant parfois de mauvais choix. Diminuant de fait leurs capacités décisionnelles. Par la suite, l'accent est mis sur la finance comportementale en soulignant ses apports face à la rationalité des investisseurs et à l'efficacité des marchés. Enfin, nous présentons les différents biais comportementaux déjà étudiés en ECF.

1. L'asymétrie d'informations et le difficile accès au financement pour les jeunes entreprises

Les travaux de Akerlof (1978) sur l'asymétrie d'informations ont eu un grand impact dans le monde de la finance. Ils ont permis de comprendre le comportement et les difficultés des individus souhaitant acquérir un bien dans un marché imparfait, où les informations ne sont pas symétriques entre les vendeurs et les acheteurs. Akerlof (1978) décrit dans son article *The market for lemons*, un marché de vente de voitures d'occasion dans lequel les vendeurs ont une meilleure connaissance de leurs voitures que les acheteurs. Ces derniers ont bien connaissance des probables imperfections des voitures qui sont vendues dans ce marché. Mais ils ne peuvent pas identifier les voitures défectueuses. Partant de ces faits, les acheteurs aimeraient acheter les voitures aux prix les plus bas. Cependant, les vendeurs de voitures de bonne qualité ne sont pas enclins à brader leurs voitures et sont obligés de quitter le marché, laissant seuls les vendeurs de voitures de mauvaise qualité. Les acheteurs se retrouvent à acheter des voitures de mauvaise qualité à des prix ne correspondant pas à la valeur réelle.

L'asymétrie d'informations trouve des applications dans de nombreux domaines comme : les marchés financiers, les prêts bancaires, les activités commerciales, la prise de participation au capital, l'assurance, etc. C'est également le cas du marché l'ECF qui propose aux investisseurs particuliers des offres d'acquisition de titres financiers dans des projets divers et risqués (Agrawal et, 2016 ; Schwienbacher et Larralde, 2010).

1.1 Les raisons d'une forte asymétrie d'informations en *Equity crowdfunding*

Pour Mitter et Krauss (2011), l'asymétrie d'informations sur le marché de l'ECF vient tout d'abord de la jeunesse des entreprises. En effet, elles n'ont pas suffisamment de vécu pour qu'on puisse juger de leurs capacités à créer de la valeur. De plus, elles se réservent de divulguer trop d'informations pour éviter d'éventuels vols ou espionnages industriels. Elles sont à la recherche de financement et ne peuvent pas aisément divulguer les informations négatives qui peuvent jouer en leur défaveur.

Healy et Palepu (2001) donnent deux raisons qui rendent difficiles les relations entre les investisseurs (particuliers ou professionnels) et les entreprises en financement.

- Premièrement, les entrepreneurs ont de meilleures informations sur la valeur de leurs entreprises et ont tendance à les surestimer, créant une asymétrie d'informations.
- Deuxièmement lorsque les épargnants ont investi, les entrepreneurs peuvent allouer les ressources sans prendre en compte les avis des investisseurs créant de fait un problème d'aléa moral.

« L'aléa moral désigne donc le risque que l'une des parties à une entreprise ou à un contrat profite abusivement d'une dissymétrie d'information aux dépens des autres » (Larosière, 2011, p.391). Dans le cas de l'ECF, les porteurs de projets présentent dans leur business plan la manière dont seront alloués les fonds collectés. Cependant, cela n'empêche pas qu'ils puissent changer leurs actions une fois les fonds collectés. Les investisseurs doivent donc veiller à ce que les fonds soient alloués correctement. Soit par leurs propres moyens, soit en exigeant un audit d'une tierce partie.

1.2 L'asymétrie d'informations rend également difficile l'accès au financement pour les jeunes entreprises

Pour Cherif (1999), la difficulté des petites entreprises à trouver des financements vient du fait qu'elles n'ont pas encore fait leurs preuves ; et n'ont pas suffisamment d'informations positives à fournir pour rassurer les potentiels investisseurs ou prêteurs. Ce manque d'informations est un risque qui pousse certains acteurs financiers notamment les banques à ne pas les financer. D'autres raisons sont citées par Cherif (1999) :

- Le besoin de financement important.
- Le développement est conditionné par la recherche de capitaux externes.
- Les biens ou services pour lesquels les fonds sont sollicités ont pour la plupart un caractère intangible et dont la valeur reste difficile à déterminer.

L'investisseur est donc appelé à appliquer une prime de risque pour se protéger contre d'éventuels aléas (Mitter et Krauss, 2011). Ces derniers mentionnent également que le principal risque auquel est soumise la majorité des jeunes entreprises est le risque d'exploitation. Ce risque résulte de plusieurs facteurs internes comme : l'incapacité à maîtriser son exploitation,

les clients insolvables, les mauvaises ventes, les faibles compétences managériales, etc. ; et de facteurs externes comme : les décisions politiques, la concurrence forte, les produits de substitution, le taux de croissance économique faible, etc. Ces facteurs ont des répercussions sur les résultats annuels et peuvent affecter la part des dividendes pouvant être distribués aux investisseurs.

1.3 Coûts associés à l'asymétrie d'informations

Agrawal et *al.* (2016) soulignent trois coûts associés à l'asymétrie d'informations en général. Nous les présentons ici en les contextualisant au marché de l'ECF :

- **Les coûts associés à la prise de connaissance générale de l'activité.** Dans le cas de l'ECF, les projets sont présentés et expliqués sur les plateformes pour une meilleure compréhension de l'activité. Quelques documents sont à disposition des investisseurs, comme : les business plans, les plans financiers, la présentation des entrepreneurs, d'autres documents juridiques, etc. Dans le cas de l'ECF les informations à disposition des investisseurs sont librement diffusées par la plateforme.
- **Les frais généraux associés aux opérations d'investissement.** Depuis quelques années, certaines plateformes d'ECF ont décidé de facturer les coûts de transactions liés aux opérations (d'achat et de vente). Nous l'avons présenté au chapitre 1 : 3 sur le modèle économique et la tarification à l'entrée et à l'usage.
- **Les coûts liés aux dues diligences nécessaires pour approfondir la connaissance de l'activité, du marché et du ou des porteur(s) de projet(s).** Cette situation est bien réelle dans le cas de l'ECF. Tous les investisseurs ne peuvent individuellement mener cette due diligence pour deux raisons : la distance géographique qui les sépare des entreprises et leur manque d'expertise. Avoir recours à des experts pour mener des dues diligences est également une solution, mais qui est coûteuse.

Firoozi et *al.* (2017) font deux remarques à prendre en compte sur les raisons pour lesquelles les entreprises sollicitent des fonds en ECF et sur l'expertise des investisseurs qui apportent les fonds :

- **Premièrement, les entreprises sollicitant l'aide de la foule montrent qu'elles n'ont pas suffisamment convaincu les investisseurs traditionnels.** Elles sont trop risquées ou peu convaincantes. Effectivement, les start-ups sont des entreprises de nature risquée et incertaine. Gilles (1992) fait une distinction entre le risque et l'incertitude. Le risque renvoie à une situation de choix dans un avenir incertain. C'est une situation à laquelle on peut attribuer une probabilité de résultat. L'incertitude est établie lorsque l'investisseur n'arrive pas à distribuer les probabilités sur ses potentiels choix. Ainsi, si les investisseurs traditionnels n'accordent pas de fonds aux start-ups, c'est en partie parce que celles-ci sont considérées comme fortement risquées ou incertaines. Ces entreprises sont ainsi obligées de se tourner vers le marché de l'ECF. Cependant, bien d'autres raisons peuvent pousser les entrepreneurs à se tourner vers les *crowdfunders*, Gerber et Hui (2013) soutiennent qu'il y a plusieurs raisons qui motivent les porteurs de projets à solliciter l'ECF. Ces raisons sont : une levée de fonds rapide, se créer un réseau à travers les financeurs, recevoir une validation par la foule sur le projet présenté, recevoir et partager son expérience, étendre son travail à travers les réseaux sociaux. Ces éléments donnent à l'ECF un avantage réel par rapport aux autres formes de financement. L'apport de l'ECF va donc au-delà de l'aspect financier. La communauté qui gravite autour est une ressource positive pour la visibilité d'un projet et concourt à faire croître le projet grâce à ses conseils, son réseau et son financement. D'autres raisons peuvent être soulignées : la volonté des entrepreneurs à garder la main sur leurs entreprises, la volonté de ces derniers de subir le moins d'influence possible de la part des investisseurs.
- **Deuxièmement, la foule n'a pas l'expertise suffisante pour évaluer correctement les risques associés aux startups.** Cela a également été soutenu par Ahlers et *al.* (2015) et Fasshauer (2016). Cependant il ne faut pas exclure que certains investisseurs détiennent des connaissances variées dans des secteurs d'activités bien précis (santé, immobilier, informatique, etc.). Ces derniers sont capables de juger un projet autrement que sur le seul aspect financier. D'ailleurs, les motivations de la foule à investir dans l'ECF résultent pour certains investisseurs de leurs connaissances du secteur d'activité comme l'ont souligné Gerber et Hui (2013).

2. Quelques moyens pour réduire l'asymétrie d'information en *Equity crowdfunding*

Au regard des problèmes liés à l'asymétrie d'informations notamment dans le cadre du marché de l'ECF, il y a lieu d'apporter quelques solutions. La littérature souligne plusieurs moyens utilisés pour réduire cette asymétrie.

2.1 Suivre le modèle des Business Angels

On peut commencer par faire une analogie avec les travaux d'Ibrahim et Minn (2015) sur les BA et le *Job act* aux États-Unis. Ces derniers soulignent que les BA n'ont pas les mêmes clauses contractuelles que les VC. Mais ils utilisent des moyens plus traditionnels pour réduire l'asymétrie d'informations. Ex ante, ils investissent généralement dans des secteurs techniques qu'ils maîtrisent et où ils ont de l'expérience. C'est à travers leurs réseaux qu'ils détectent les entreprises à forts potentiels, l'avis du réseau est un signal de confiance sur la qualité de l'entreprise. Les réseaux de BA sont un peu comme des filtres de qualité. Pour Agrawal et *al.* (2016), les réseaux de BA concourent fortement à réduire cette asymétrie d'informations. En se mettant en syndicat, les BA réussissent à créer un puissant réseau qui favorise les échanges, l'entraide, l'analyse, les recommandations sur de potentiels investissements. De manière post-ante, les BA sont très présents au sein de l'entreprise et apportent beaucoup de conseils. Ils offrent également leur réseau de contacts aux dirigeants d'entreprises, ce qui peut faciliter l'activité de l'entreprise. Les BA investissent généralement dans leur région.

Les VC et les BA disposent des moyens pour réduire l'asymétrie d'informations et investir dans des entreprises risquées. Cependant, aux États-Unis, le *Titre III du Job act* ouvre le marché de l'ECF aux investisseurs non expérimentés. Ces derniers ne disposent pas toujours de moyens pertinents pour réduire l'asymétrie d'informations sur le marché de l'ECF. Ibrahim et Minn (2015) font quatre propositions pour réduire l'asymétrie d'informations en ECF :

- Favoriser la divulgation d'informations.
- S'appuyer sur la sagesse de la foule.

- Recourir à l'utilisation d'intermédiaires de réputation.
- Se référer aux signaux émanant des tierces parties.

2.2 Favoriser la divulgation d'informations

Healy et Palepu (2000) posent déjà la question « La réglementation sur la divulgation améliore-t-elle sensiblement la situation ? » la réponse est oui. On peut se référer à l'étude d'Ibrahim et Minn (2015) qui prennent pour exemple le cas de la SEC, qui impose l'obligation de divulgation d'informations pour établir des relations équitables entre les parties. Aussi, le cas de la Cour suprême des États-Unis dans son arrêt « *Ralston Purina, the Securities Act the 1933* ». Cet arrêt prône la sécurité des investisseurs, en obligeant les entreprises à partager les informations avec les investisseurs dans le but que ces derniers prennent des décisions éclairées.

Cependant, Ibrahim et Minn (2015) trouvent que cette divulgation obligatoire n'aura pas d'effets conséquents, dans la mesure où les investisseurs non experts n'ont pas la capacité d'analyser les informations qui leur sont données. Deux raisons sont données.

Premièrement l'analphabétisme financier ou manque de connaissances financières chez les investisseurs non accrédités ou non-experts.

Deuxièmement, l'inefficience du marché de l'ECF. L'efficience des marchés financiers telle développée par Fama (1970) stipule que les actions s'échangent toujours à leur juste valeur sur le marché ; il y a une impossibilité pour les investisseurs de vendre ou d'acheter à des prix qui ne correspondraient pas à la valeur de l'entreprise. Car les investisseurs expérimentés et ceux ayant l'information juste réussiront à négocier automatiquement les prix, afin que ceux-ci correspondent à la réalité et surtout à la valeur réelle de l'entreprise. Cependant, ce n'est pas le cas sur le marché de l'ECF qui est inefficent. Parce que l'information sur la valeur réelle des entreprises (startups jeunes, sans passif et sans reconnaissance) est difficilement trouvable, les prix sont non négociables. De fait, les investisseurs non expérimentés ne peuvent s'aligner sur les prix corrigés par des experts qui correspondraient à la vraie valeur de l'entreprise.

La divulgation sur internet est également une bonne solution. Comment internet pourrait améliorer et conduire à la réduction de l'asymétrie d'information ? Telle est la question posée

par Gajewski et Li (2015). Ces derniers soutiennent qu'internet offre une meilleure manière de divulguer l'information par rapport aux papiers et aux rapports annuels, qui eux sont d'ailleurs publiés à travers internet. Il permet d'offrir des contenus sous différentes formes (vidéos, sons, textes, images, etc.). La divulgation de l'information trouve son sens dans son contenu comme dans sa présentation. Internet rend la divulgation de l'information rapide, plus facile d'accès, moins chère et surtout avantageuse pour les investisseurs éloignés géographiquement de l'entreprise.

La divulgation volontaire d'informations sur internet par les entreprises peut réduire l'asymétrie d'informations. Cependant, est-ce que les entreprises ont toujours intérêt à divulguer les informations de qualité (négatives ou positives) sur elles ? Dans le cadre de l'ECF, l'omission volontaire d'informations n'est-elle pas un moyen de ne pas trop s'exposer ? La divulgation d'informations positives telles que les résultats de recherche, les techniques de fabrication, les idées d'innovation ou de projet peuvent exposer les entreprises à de l'espionnage industriel ou du vol industriel. Quelles informations divulguer pour attirer les investisseurs ?

Au vu de notre littérature, seuls les investisseurs aguerris seront à même de mener des investigations profondes pour trouver les bonnes informations et se positionner par la suite. Les moins aguerris se contenteront de suivre les choix ou avis postés en commentaires par les autres investisseurs. Encore faudrait-il que ces investisseurs aguerris partagent les informations négatives, étant donné qu'ils ne souscriront probablement pas à un mauvais projet. Quant aux informations positives, elles sont probablement divulguées par l'entreprise, et si ce n'est pas le cas, il y a une forte probabilité que les investisseurs qui les détiennent les partagent pour la réussite du projet.

La divulgation d'informations obligatoire n'est donc pas suffisante pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'informations sur le marché de l'ECF. Surtout lorsqu'on prend en compte les compétences des investisseurs non experts, qui ne peuvent pas évaluer certains éléments techniques et financiers du projet. Il faudrait harmoniser la divulgation d'informations comme l'ont souligné Gajewski et Li (2015). Joindre à cette divulgation harmonisée d'autres moyens de collecte et d'analyse d'informations tels que : la sagesse de la foule, les références aux intermédiaires de réputation, aux signaux et aux tierces parties.

2.3 La sagesse de la foule

Internet a créé un espace où peuvent se retrouver plusieurs personnes pour échanger et apporter leur contribution à des débats ou à des projets divers. L'un des exemples les plus palpables est le site internet Wikipédia où les internautes contribuent au partage de connaissances en créant une mémoire collective (Origgi, 2008). Ce dernier souligne que la sagesse de la foule peut se construire à l'aide des systèmes de réputation. « Un système de réputation collecte, répartit et rassemble les réponses (feed-back) concernant le comportement passé des participants » (Origgi, 2008, p. 15). Nous pouvons faire une analogie avec le système de e-vote sur les plateformes d'ECF comme nous l'avons vu au chapitre 1 : 1. 3. Dans lequel les *crowdfunders* votent pour des projets ou encore commentent des projets.

Origgi (2008) parle également « des systèmes de recommandation : la sagesse à partir des connaisseurs ». Ici, la foule peut se fier à des recommandations de personnes pouvant être expertes au regard de leur profil, du nombre de personnes qui les suivent ou encore de leurs commentaires. Dans le cas du CF, les travaux de Kim et Viswanathan (2014) montrent que les premiers investisseurs ont une influence significative sur les successeurs qui auront tendance à les suivre. Surtout lorsque les premiers investisseurs maîtrisent le produit ou les services proposés.

La foule est une potentielle consommatrice et détermine la viabilité du projet. D'où l'importance de la foule comme support de validation. On peut se référer à Onnée et Renaut (2014, p.9) sur le CF qui soulignent que : « le soutien de la foule peut également être le témoignage de sa fidélité à un porteur de projet dans le cas où ce dernier est amené à mener plusieurs campagnes... ». Ils soulignent également le fait que « certaines plateformes demandent explicitement aux internautes de voter pour les projets en lesquels ils croient ou de faire part de leur préférence [...] ». La foule se mue donc en qualité d'expert sur le choix des projets qu'ils pensent être viables (cf. chapitre 1 : 1. 3).

2.4 Les intermédiaires de confiance ou de réputation

Plusieurs intermédiaires de réputation peuvent aider à lutter contre l'asymétrie d'informations. Nous pouvons citer : les experts-comptables qui analysent et certifient les projets, les auditeurs, les banques qui détiennent les informations financières, les VC qui mènent des diligences poussées, les BA qui sont des personnes informées très actives. La présence des BA et des VC est un signal positif pour les autres investisseurs.

Pour Black (2001), le rôle principal des intermédiaires de confiance est de garantir la qualité de l'information et de réduire l'asymétrie de marché. Les auditeurs de leur caractère indépendant ont la capacité de réduire l'asymétrie d'informations. En améliorant la qualité des informations divulguées qui servent aux entrepreneurs à convaincre les investisseurs (Richard, 2003). Les auditeurs et experts-comptables certifient que les données comptables et financières sont conformes aux normes dans le pays où se situe le projet. L'information normée et codifiée améliore la compréhension des investisseurs (Calmé et *al.*, 2018).

Concernant l'information normée et codifiée. Il faut noter que les plateformes d'ECF diffèrent énormément dans la manière de présenter les informations. Il n'y a pas d'harmonisation dans les documents et les informations divulguées. Plus encore, les non-initiés ont du mal à passer de la lecture d'un business plan à un autre, compte tenu des divergences majeures dans la forme des documents.

2.5 Les signaux et tierces parties

Spence (1973) souligne que les signaux font référence aux informations qui poussent un investisseur à prendre une décision d'investissement. Ces signaux comprennent entre autres, la composition de l'équipe dirigeante, leur parcours, la présence ou non d'autres investisseurs (particuliers ou institutionnels), etc. Courtney et *al.* (2017) ont étudié 267 295 projets proposés en financement sur la plateforme de CF Kickstarter. Ces projets ont reçu en tout 8 763 837 commentaires de *crowdfunders*. Ils montrent que les signaux en provenance de médias et les avis des experts permettent de diminuer l'asymétrie d'informations. La formation suivie par les porteurs de projets, la composition du top management, sont des signaux qui peuvent pousser ou non les investisseurs à s'engager. Plusieurs signaux et actions provenant

d'autres investisseurs et de l'entreprise concernée peuvent agir au même moment, en apportant des éléments pouvant aider à la prise de décision. Par exemple, les informations sur les actions menées par l'entreprise émanant des médias, ou encore les commentaires des investisseurs sur les forums de discussion. Kleinert et *al.* (2020) ont examiné 221 projets sur la plateforme d'ECF Crowdcube. Les projets ayant déjà levé des fonds auprès des BA ou des VC envoient d'excellents signaux aux futurs investisseurs. Ainsi, la présence de multiples investisseurs et particulièrement celle des VC un signal rassurant.

Différentes parties prenantes telles que les journaux financiers, les analystes financiers ou économiques et les consommateurs peuvent apporter leurs analyses à la performance ou à la qualité de l'entreprise. La position d'un État, d'une institution accréditée peut également être définie comme un signal provenant d'une tierce partie de confiance et qui a un impact important sur la perception qu'on a d'une entreprise. En effet, certains organismes ou institutions sont accrédités pour noter la qualité ou la performance des entreprises de manière neutre. Comme l'ont souligné Healy et Palepu (2001) et Mudambi et Schuff (2010), ces signaux provenant d'autres entités indépendantes auront pour effet de réduire les coûts liés à la recherche d'informations.

3. La relation d'agence sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Nous allons présenter dans ce point les facteurs qui sont la source de problèmes d'agence dans les relations entre les investisseurs particuliers et les porteurs de projets en ECF. Nous présenterons également quelques moyens permettant de réduire ce déséquilibre entre ces deux acteurs.

3.1 Relation d'agence entre les investisseurs et les porteurs de projets

Jensen et Meckling (1976, p. 308) ont défini la relation d'agence comme : « un contrat au travers duquel une personne (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour réaliser un service en son nom, ce qui implique de déléguer à l'agent la prise de certaines décisions ». Ils soulignent que selon la théorie de l'agence, les deux parties ont de faibles probabilités de faire converger leurs intérêts. Le principal doit donc mettre en place des moyens pour pousser l'agent à agir de manière appropriée. Dans le cas de l'ECF, les investisseurs se positionnent comme principal en souscrivant à des parts dans une entreprise. Le porteur de projet se positionne comme agent et doit défendre ses intérêts et ceux des investisseurs. La plateforme d'ECF joue le rôle d'intermédiaire et parfois défend les intérêts des investisseurs en les représentant auprès du porteur de projet. Cela est possible dans le cadre d'une holding créée par la plateforme d'ECF.

Cependant, lorsque nous regardons le cas de l'ECF, nous pouvons souligner deux déséquilibres majeurs qui existent dans les relations investisseurs et entrepreneurs, et qui font naître une relation d'agence.

- Les investisseurs n'ont pas la possibilité de négocier les prix à l'entrée. Les prix des actions des entreprises qui se financent en ECF ne sont pas négociables. Tout acquéreur sur ce marché est soumis au même prix d'entrée. Il n'existe pas de marché secondaire où s'achètent et se revendent des actions. En achetant des actions sur le marché de l'ECF, l'investisseur est dans l'obligation de les garder sur une longue période pouvant aller au-delà de 5 ans. Toutefois, l'investisseur peut librement choisir la somme à investir à partir d'un montant plancher fixé par la plateforme. Aussi, sur certaines plateformes, les investisseurs ont la possibilité de voter librement et sans condition pour

les projets qu'ils veulent voir être financés. Mais ils restent contraints de souscrire à un prix d'action non négociable et sans contrepartie ultérieure sur la performance et les résultats.

- Peu de leviers d'influence sont à disposition des investisseurs particuliers. Lorsque la campagne de financement a atteint son objectif et que les sommes collectées sont remises au porteur de projet, ce dernier peut librement disposer de cet argent. À partir de cet instant, il est difficile pour les investisseurs de contrôler les actions du porteur de projet. Les droits de chaque investisseur pris séparément ne sont pas suffisamment importants pour influencer l'entrepreneur dans ses décisions stratégiques. Cependant, de manière collégiale, les investisseurs peuvent défendre leurs intérêts eux-mêmes ou par l'entremise de la plateforme d'ECF qui peut agir au nom des investisseurs.

Winton et Yerramilli (2008) soutiennent que pour les VC et les BA la question de relation d'agence peut être facilement gérable. En effet, ces deux acteurs sont généralement présents au sein de l'entreprise et ils ont une grande expérience. Dans le cas de l'ECF, la question est plus délicate pour la foule en tant qu'actionnaire. Plus précisément, la distance géographique, le nombre important d'investisseurs, la méconnaissance de l'entreprise et du porteur de projet créent une distance entre le porteur de projet et les investisseurs. Cela conduit dans le cas l'ECF à un risque d'aléa moral. Le risque non négligeable est que l'entrepreneur agisse autrement lorsque les fonds sont collectés. Pour Skoglund et Stiernblad (2013), la dispersion géographique de la foule rend difficile la surveillance dans le cadre de l'ECF. Les entrepreneurs seraient plus enclins à prendre des risques que dans les autres formes de financement classiques. Car, ils sont moins surveillés par les investisseurs. Skoglund et Stiernblad (2013) soulignent également le risque d'une mauvaise valorisation de l'entreprise, si celle-ci n'est pas confrontée à des diligences approfondies faites par les investisseurs et d'autres tierces parties. Healy et Palepu (2000) mettent en avant le fait que certains investisseurs laisseraient volontairement le choix aux porteurs de projet d'agir à leur guise. La raison à cela est que les investisseurs n'ont pas continuellement la possibilité d'être présents en entreprise.

3.2 Résoudre les problèmes d'agence sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Premièrement, Mitter et krauss (2011) parlent des contrats de compensation comme solutions pour résoudre les problèmes d'agence en ECF. Les plus utilisés de ces contrats sont : les actions privilégiées convertibles ; le financement par étape ou atteinte d'objectifs ; les contrats d'engagement qui garantissent que les investisseurs ont un avis à donner sur les décisions qui seront prises par le porteur de projets, etc. Ces contrats obligent les entrepreneurs à divulguer les informations sur l'état de l'entreprise et sur les décisions prises. Les investisseurs pourront ainsi évaluer l'adéquation entre les décisions, les résultats et les attendus des contrats. Dans le cas de l'ECF, ces contrats sont inexistant. L'avantage est clairement du côté du porteur de projet.

Une deuxième solution est la mise en place d'un administrateur qui aura à accompagner les dirigeants dans la gestion de l'entreprise. Dans le cadre de l'ECF, certaines plateformes proposent aux investisseurs de s'unir pour avoir une plus grande représentativité dans l'entreprise financée. On parlera alors de holding. Elle fait référence à une syndication faite par la foule d'investisseurs qui est représentée par la plateforme auprès du porteur de projet (Bessière et Stéphanie, 2017). Cette holding est constituée à la fin de la levée de fonds. Dans une levée de fond incluant les BA, ces derniers sont généralement chargés de gérer cette représentativité des investisseurs dans l'entreprise.

3.3 Synthèse : de la rationalité limitée à l'asymétrie d'information vers les heuristiques et biais comportementaux

La rationalité limitée traitée par Herbert (1955) vient du fait que les individus ne disposent pas toujours des informations, du temps et des capacités cognitives nécessaires pour traiter un problème. Ils subissent un ensemble de contraintes internes telles que : la capacité de la mémoire, les préférences personnelles, le choix du processus décisionnel, les compétences déductives qui ont un impact évident sur le choix final. Aussi, l'environnement extérieur et les choix possibles sont également des contraintes non négligeables. À la suite de ces faits, Herbert soutient que les individus ne sont pas à la recherche de la solution optimale, mais à la recherche de la solution la plus satisfaisante ou suffisante pour eux.

L'absence ou l'accès difficile à l'information tel souligné par Herbert est dans le champ de la finance est présentée par le terme d'asymétrie d'informations. Cela a été mis en avant par Akerlof (1970) dans son article de référence « *The market for lemons* » comme nous l'avons vu au chapitre 3 : I. Cette asymétrie d'informations a pour effet de conduire les investisseurs à prendre des décisions sans avoir accès à toute l'information nécessaire, faisant naître dans leur processus décisionnel des heuristiques de jugement (Kahneman et Tversky, 1974). Ces heuristiques sont des raccourcis mentaux que nous utilisons pour simplifier la réalité en vue de résoudre rapidement un problème complexe. Ces raisonnements heuristiques ne tiennent pas toujours compte des informations qui existent et dont nous n'avons pas accès, peu importe la raison, et des informations dont nous avons accès, mais que nous manquons de ressources cognitives et temporelles pour les traiter.

Cette simplification du raisonnement par des heuristiques peut conduire ou pas à des résultats ou décisions justes. Cependant, elle peut être entachée de biais comportementaux. Ces derniers sont des erreurs de raisonnement qui altèrent la qualité de notre processus de réflexion sans obligatoirement fausser le résultat (Kahneman et Tversky, 1973 ; 1974). Cet ensemble de faits nous pousse à approfondir notre sujet en nous intéressant à la finance comportementale.

4. Finance comportementale une application au marché l'*Equity crowdfunding*

Byrne et Brooks (2008) soulignent quelques bénéfices liés à l'étude de la finance comportementale pour différents acteurs. Premièrement, en maîtrisant les erreurs relatives aux comportements des investisseurs sur les marchés financiers, les régulateurs peuvent mieux informer et éduquer les particuliers dans le but de réduire les biais et erreurs cognitives auxquels ces derniers sont exposés. Deuxièmement, les investisseurs professionnels pourraient profiter des erreurs cognitives et des biais comportementaux de leurs pairs pour saisir de meilleures opportunités d'investissement et réaliser des bénéfices. Troisièmement, les entreprises de services financiers pourraient utiliser leurs connaissances en finance comportementale pour développer de meilleures offres financières à destination de leurs clients.

4.1 Définition de la finance comportementale

« La finance comportementale tente d'expliquer et d'améliorer la compréhension des schémas de raisonnement des investisseurs, y compris les processus émotionnels impliqués et la mesure dans laquelle ils influencent le processus de prise de décision » (Ricciardi et Simon, 2000, p. 2). Outre la finance, ce champ d'études regroupe également la psychologie qui étudie les comportements individuels sous l'angle des facteurs psychologiques ; la sociologie qui étudie des investisseurs dans leur milieu social, en mettant en évidence les dynamiques de groupe (voir Figure 24).

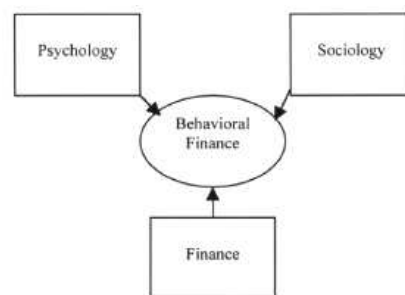


Figure 24. Les composantes de la finance comportementale

Source : Ricciardi et Simon (2000)

Nous pouvons ajouter à la précédente définition celle de Filbeck et *al.* (2017, p.52) : « la finance comportementale est un domaine de la finance qui propose des théories basées sur la psychologie pour expliquer les anomalies du marché boursier telles que les fortes hausses ou les baisses du cours des actions ». La finance comportementale porte à la fois sur les personnes morales et physiques agissant sur des marchés financiers (Toshino et Megumi, 2004).

Schinckus (2009) décrit la finance comportementale sous trois volets :

- L'effet des biais comportementaux pousse les individus à prendre des décisions irrationnelles sans tenir compte d'une méthode scientifique. Les acteurs sont dans une routine qui est guidée par des hypothèses heuristiques (méthodologie mentale, rapide et intuitive).
- L'environnement décisionnel qui influence la décision. Le cadre, l'espace, le milieu, la plateforme dans lesquels les acteurs évoluent ont un impact sur les décisions de ces derniers. De fait, on ne tient plus seulement compte de l'information, mais de plusieurs autres éléments exogènes (culture, morale, origine, croyance, etc.) à la situation.
- La remise en cause de la thèse de l'efficacité des marchés. Il y a une impossibilité d'avoir des prix efficaces, lorsqu'on sait que les individus ne traitent pas les informations de la même manière.

Filbeck et *al.* (2017) apportent quelques éclaircissements aux biais comportementaux en finance :

- Il faut faire une distinction entre les erreurs cognitives et les biais émotionnels. « Les erreurs cognitives peuvent être atténuées par l'éducation financière, tandis que les biais émotionnels peuvent être améliorés avec des objectifs, des règles prédéfinies et actualisées annuellement ».
- Suivre le groupe peut à un certain moment réduire l'anxiété et le doute, mais sur le long terme créer un effet moutonnier qui conduit souvent à des bulles spéculatives. La finance comportementale n'a pas pour objectif de remplacer la finance classique, mais d'apporter une lumière sur les effets de la psychologie dans les décisions financières.
- Les mêmes biais s'appliquent aux particuliers comme aux institutions.

- La différence de génération n'a pas d'effet significatif, les biais comportementaux sont des traits psychologiques à tous les hommes.

Ricciardi et Simon (2000) présentent les différents acteurs pouvant être étudiés par la finance comportementale (voir Figure 25).

The Behavioral Finance Decision Makers		
The Individual <i>Small investor</i>	The Group <i>Portfolio of investors (mutual fund)</i>	An Organization <i>A financial institution</i>
<i>Portfolio manager</i>	<i>A Group of shareholders</i>	<i>A nonprofit entity (University)</i>
<i>Board of trustee member</i>		

Figure 25. Acteurs étudiés en finance comportementale

Source : Ricciardi et Simon (2000)

La finance comportementale est le produit de plusieurs travaux dont le fil conducteur tient à la rationalité et aux capacités cognitives des individus. Les principaux travaux qui soutiennent la finance comportementale sont les suivants :

- Herbert Simon (1955) : Models of bounded rationality
- Tversky et Kahneman (1973 ; 1974) : heuristic and biases: availability representativeness, anchoring and adjustment
- Festinger (1957): A Theory of Cognitive Dissonance
- Kahneman et Tversky (1979) : Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk
- Tversky et Kahneman (1981) : The framing of decisions and the psychology of choice
- Richard Thaler (1985): Mental Accounting and Consumer Choice

Ces travaux ont fait naître différents courants dans la littérature comportementaliste, que nous ne développerons pas dans cette thèse (cf. tableau 10).

Tableau 10. Principaux courants de la finance comportementale

Principaux courants de la finance comportementale				
	Finance comportementale	Économie comportementale	Courant comportemental « droit et économie »	Courant comportemental en management stratégique
Objectif	Expliquer les anomalies des marchés financiers. Une extension récente vers la finance d'entreprise visant à mieux comprendre les décisions financières	Mieux comprendre les comportements économiques en intégrant, notamment, les apports psychologies cognitive et sociale.	Avoir une meilleure théorie explicative du droit, notamment son caractère paternaliste	Comprendre l'influence des biais cognitifs sur les décisions des dirigeants
Auteurs représentatifs	Shiller, Sheffrin, Thaler...	Kahneman, Tversky, Vernon Smith, Rabin, Camerer...	Jolls, Korobkin, Langevoort, Cunningham...	Simon March, Hogarth, Bazerman, Schwenk...

Source : Charreaux (2005)

4.2 La finance comportementale l'antithèse de la finance classique

4.2.1 La finance comportementale réfute la théorie de l'investisseur rationnel et celle des marchés efficients

Tadjeddine (2013) souligne que l'ensemble des travaux sur la finance classique reposent sur deux postulats : la rationalité des investisseurs et l'efficacité informationnelle des prix. Ces postulats sont ancrés dans la théorie moderne du portefeuille de Markowitz (1952), qui met en avant le comportement rationnel des agents économiques qui diversifient leurs portefeuilles afin d'optimiser leurs retours sur investissement. Plus récemment, la théorie de l'efficacité des marchés élaborée par Fama (1970) soutient que : les marchés sont efficients ; les prix des actifs financiers reflètent toujours l'ensemble des informations présentes sur le marché. Ainsi dans un marché où s'échangent des actifs financiers, tous les acteurs détiennent au même moment toutes les informations nécessaires pour prendre des décisions rationnelles. Ce qui pousse le marché à s'ajuster au niveau des prix. Fama à travers ses travaux soutient également que ce n'est pas les postures individuelles qui comptent sur un marché, mais la cohérence générale des acteurs qui doit pouvoir à elle seule décrire le jeu des différents acteurs et corriger le marché. De fait, il est impossible de battre le marché sur la durée. Il est également important de souligner

que, cette théorie de Fama concernant la disponibilité de l'information sur un marché conduirait les acteurs à prendre des décisions rationnelles comme l'a souligné Markowitz (1952).

L'argumentation des défenseurs de la finance comportementale repose sur la mise en évidence des biais comportementaux. Ces biais vont à l'encontre des principes de base des néoclassiques. Ces principes stipulent que l'individu a la capacité de maximiser son utilité en prenant des décisions rationnelles (Albouy et Charreaux, 2005). Deux hypothèses soutiennent la finance comportementale :

- Tout d'abord, certains investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs croyances ou leurs émotions (Aktas, 2004).
- L'arbitrage effectué par les investisseurs rationnels est soumis à des risques et elle a une efficacité limitée (Aktas, 2004).

4.2.2 L'inefficience des marchés financiers et le marché de l'*Equity crowdfunding*

Avant de présenter les biais comportementaux et leurs effets sur les investisseurs particuliers en ECF, nous allons dans ce point présenter la théorie de l'efficience des marchés. L'objectif est de montrer que cette théorie ne peut pas nous permettre d'interpréter le comportement des investisseurs sur le marché de l'ECF, car ce marché n'est pas efficient.

4.2.2.1 Définition de l'efficience des marchés

Un marché financier est dit efficient si et seulement si, l'ensemble des informations concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif (Fama, 1970). Autrement dit, les actifs financiers présents sur un marché dit efficient reflètent à chaque instant l'ensemble des informations disponibles sur eux. Le prix de l'actif financier est égal à sa valeur fondamentale. Tout évènement politique ou économique affectant une entreprise aura un impact sur les cours de ses différents actifs financiers indexés sur les marchés.

4.2.2.2 Les conditions rendant un marché efficient selon Fama (1970)

La rationalité des investisseurs. L'existence d'un marché efficient ne saurait se faire sans que ses acteurs ne soient des agents parfaitement rationnels. Ces derniers doivent avoir la capacité d'analyser les informations qui leur sont données. Ils doivent avoir pour objectif de prendre les meilleures positions (acheter, ou conserver) qui leur procurent une plus-value, tout en limitant au mieux leurs pertes ; et vendre lorsqu'ils anticipent un retournement du marché en leur défaveur. Ainsi, maximiser leur fonction d'utilité espérée de gain pour un niveau de risque donné.

La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs. La divulgation de l'information doit être simultanée afin que tous les agents économiques puissent l'avoir au même moment ; et qu'ils puissent la traiter et l'intégrer le plus rapidement possible aux prix du marché. Dans la pratique, cela est difficilement applicable. En effet, les agents économiques ne peuvent traiter la grande masse d'informations qui entoure un actif dans son marché, dans son indice, dans son environnement économique et politique, etc.

La gratuité de l'information. L'information doit être gratuite pour tous les agents économiques, sans quoi le coût d'acquisition de l'information pourrait être supérieur aux bénéfices pouvant être tirés de celle-ci. Empêchant ainsi certains acteurs du marché d'agir sur le cours de l'actif qui se verrait alors surévalué ou sous-évalué par ceux pouvant payer l'information.

L'absence des coûts de transaction et d'impôt sur la bourse. La présence des coûts de transaction dissuaderait les agents économiques d'agir sur les marchés. À moins que ces coûts de transaction soient inférieurs aux potentiels gains liés à l'opération. Ainsi, les agents pourraient vendre rapidement sans coûts et sans taxes. Cette condition reste théorique dans la mesure où les transactions financières sont taxées par les gouvernements et facturées par les agences de courtages.

L'atomicité des investisseurs et la liquidité du marché. L'efficience d'un marché se traduit par un grand nombre d'agents économiques actifs dans un marché très liquide, dans lequel s'échangeraient rapidement les actifs.

4.2.2.3 Les différentes formes d'efficience de marché par Fama (1970)

La forme faible de l'efficience des marchés stipule qu'il n'est pas possible de réaliser des profits substantiels en spéculant à partir des informations passées sur un actif financier. Les informations passées ne peuvent en aucun cas influencer les cours des actifs présents. Ces dernières n'ont pas valeur de prédiction. Elles ont déjà été incorporées dans les prix des actifs dans le passé et sont connues de tous les investisseurs. Si ces informations passées sont réutilisées pour prédire le cours d'un actif, ces prédictions auront des probabilités de réalisations très incertaines, avec des risques élevés. Il y a donc une indépendance réelle et évidente entre les informations passées et le cours des actifs futurs. Cependant, la réalité est tout autre. Les traders et autres investisseurs sur les marchés boursiers se réfèrent aux informations ou prix passés pour prédire les cours. Cette méthode s'appelle l'analyse technique.

L'analyse technique est une méthode de détermination des prix futurs. Elle prend en compte les prix antérieurs du marché et tente de prévoir ou anticiper les mouvements futurs du marché. L'efficience faible des marchés remet en cause l'analyse technique utilisée quotidiennement par les investisseurs.

La forme semi-forte de l'efficience des marchés stipule qu'en plus des informations passées, les informations disponibles sur un actif financier sont directement incorporées dans celui-ci une fois que ces informations sont divulguées. De plus, cette incorporation de l'information dans le prix de l'actif se fait de manière instantanée. De telle sorte que personne ne puisse tirer parti de cette nouvelle information. Si l'incorporation de l'information au prix de l'actif prend du temps, cela permettrait à certains acteurs du marché de faire des gains et rendrait le marché peu efficient. Bien que les informations finissent toujours par être incorporées au prix de l'actif, l'instantanéité de cette incorporation de l'information conduisant à l'ajustement immédiat du prix de l'actif est un fait qui reste discutable. Est-il possible que les prix réagissent de manière instantanée à la divulgation d'informations ? Ou peut-il y avoir un décalage possible ? Cela dépend des analyses qui peuvent être effectuées avant toute prise de décision. Une fois que ces analyses sont faites, les investisseurs réagissent ou pas à l'information au regard de leur stratégie. Leur réaction dépend également de l'anticipation ou de l'observation de l'attitude des autres investisseurs sur les marchés. Sur des marchés fortement concurrentiels, les investisseurs réagissent très rapidement aux informations qui sont divulguées et les intègrent dans les prix actifs concernés. Les coûts de transaction liés à

l'arbitrage ont également un impact sur le temps de réaction des investisseurs. Les investisseurs doivent définir si l'arbitrage qu'ils s'apprêtent à faire aura un gain supérieur ou au moins nul au coût de transaction qu'il entraînera. Ainsi, un coût de transaction inférieur au gain espéré fera réagir rapidement les investisseurs. Dans le cas contraire, ils se contenteront d'observer le marché dans l'attente d'une nouvelle information qui leur permettra de faire un meilleur arbitrage. L'ajustement d'un titre à une nouvelle information peut ainsi varier entre un laps de temps, à plusieurs jours. Plus un marché réagira rapidement aux informations divulguées, plus ce marché aura un caractère efficient.

La forme forte de l'efficience stipule qu'il n'est pas possible à partir des informations non publiques disponibles sur un titre, d'anticiper l'évolution future de cet actif et de réaliser des gains substantiels. Cette forme d'efficience se veut la plus complète. Dans la mesure où le prix d'un actif reflète l'ensemble des informations passées, présentes, publiques et privées. Cependant, cette forme est très discutée. De manière pratique, il arrive souvent que les détenteurs d'informations privées arrivent à faire des gains substantiels. C'est le cas dans les délits d'initiés. C'est la raison pour laquelle cette pratique est punie par loi Article L465-1 du code monétaire. On constate donc une négation de la part de l'efficience forte des marchés par rapport à l'existence des délits d'initiés. Cela peut se justifier de deux manières.

Premièrement, la forme forte de l'efficience des marchés souligne que si un investisseur a connaissance d'une information que les autres ne détiennent pas ; si ce dernier s'engage à faire un arbitrage sur un marché transparent ; cet arbitrage ne sera pas possible. Car, il ne ferait que signaler au marché l'existence d'une information à venir. Surtout si cet arbitrage est d'un volume de transaction non négligeable.

Deuxièmement, la forme forte de l'efficience stipule que les investisseurs sont toujours dans l'anticipation. Ils scrutent et anticipent les événements qui sont les plus connus. Ils suivent tout au long de l'année les publications comptables trimestrielles ou semestrielles de certaines entreprises. Ils peuvent ainsi anticiper les résultats annuels de ces dernières de manière très précise. Rendant les informations comptables divulguées en fin d'année très peu utile, car anticipées d'avance.

À moins que l'information concernant une entreprise ne soit de nature très soudaine et non anticipée, il est peu probable pour un individu de profiter d'une information privée au détriment du marché. C'est cette différence non anticipée qui aura un apport nouveau, et qu'il faudra inclure dans le prix de l'actif.

4.3 Apports de la finance comportementale à la finance classique : la théorie des perspectives

« Les gens s'écartent systématiquement du jugement et de la prise de décision optimale. La finance comportementale enrichit la compréhension économique en intégrant ces aspects de la nature humaine dans les modèles financiers » (Barber et Odean, 1999, p. 41). Nous présentons ici la théorie des perspectives, la fonction de la valeur subjective des probabilités et la fonction de pondération des probabilités.

4.3.1 La théorie des perspectives, une théorie alternative à celle de l'utilité espérée

La théorie des perspectives, telles développées par Kahneman et Tversky (1979) soutient à la suite de la rationalité limitée que les individus ne suivent pas forcément la logique de maximisation de profit comme développée par Nuemann et Morgenstern (1947). Mais, ils sont dans une logique de suffisance quant à leur choix. Ils codent les perspectives en gains ou en pertes par rapport à leur situation initiale de richesse. Aussi, l'individu ne tient pas forcément compte des probabilités objectives, mais des représentations psychologiques qu'il s'en fait. C'est-à-dire des probabilités subjectives propres à lui (Allais, 1953).

Deux aspects importants de la théorie des perspectives Kahneman et Tversky (1979) sont à souligner ici :

- Devant un choix risqué conduisant à des pertes, les individus ont une forte tendance à accepter de prendre le risque.
- Devant un choix risqué conduisant à des gains, les individus refusent de prendre le risque, ils sont averses au risque.

La théorie des perspectives distingue deux phases dans le processus du choix :

- Une phase initiale d'édition. Elle se manifeste par une analyse subjective des perspectives qui sont offertes à l'individu. Dans notre contexte, les perspectives qui sont offertes aux investisseurs en cas d'investissement sont connues. Il y aura une ou des plus-value(s) en cas de réussite du ou des projet(s), ou une ou des perte(s) en cas d'échec du ou des projet(s). Cela permet aux investisseurs d'avoir une représentation simple de ces perspectives qui s'offre à eux. Cette première phase a pour objectif d'organiser, de

reformuler et de simplifier les options offertes en vue d'un choix ultérieur. Dans cette première phase, l'individu effectue un codage dans lequel il évalue les gains et pertes possibles.

- La deuxième phase est celle de l'évaluation ultérieure des perspectives précédemment représentées. Elle se conclut par le choix de la perspective ayant la valeur la plus élevée pour l'individu. Dans cette deuxième phase, Kahneman et Tversky (1979) introduisent deux fonctions : une fonction de la valeur subjective et une fonction de pondération des probabilités.

4.3.2 Fonction de la valeur subjective des probabilités

Pour Allais (1953), dans un choix aléatoire, ce n'est pas la valeur du gain qui compte, mais la valeur psychologique attachée à ce gain. Ainsi, dans la fonction de la valeur subjective, les perspectives sont codées comme des pertes et des gains par rapport à l'état de richesse initiale (Martinez, 2010). Pour illustrer la situation initiale, nous pouvons partir d'une variante du cas proposé par Kahneman et Tversky (1979). Prenons deux individus N et W, où N a un salaire mensuel de 7 000 € et W a un salaire mensuel de 1 500 €. Pour quel individu une augmentation de salaire de 100 € par mois apporterait une grande satisfaction ? En prenant en compte que l'utilité finale pour ces deux individus est un gain de 100 €. Lorsqu'on considère la situation initiale de départ qui est le salaire des deux individus, on peut imaginer que la satisfaction sera plus grande chez l'individu W.

4.3.3 Fonction de pondération des probabilités

Selon la situation d'un investisseur, il prendra plus ou moins de risques s'il est face au gain ou à la perte. À travers la fonction de pondération des probabilités, Kahneman et Tversky (1979) montrent que les individus sous-estiment les grandes et moyennes probabilités lorsqu'ils codent les perspectives dans le domaine des pertes ; et surestiment les petites probabilités lorsqu'ils codent les perspectives dans le domaine des gains. Montrant ainsi l'aversion pour au risque.

Avant de parler d'aversion au risque, il est nécessaire de parler de la perception du risque. L'aversion au risque inclut la perception du risque (Bauer et Raymond, 1960). On perçoit d'abord le risque avant d'y être averse ou pas. C'est la façon dont on perçoit un risque qui nous

rend plus ou moins averse à lui (Figner et Weber, 2015). Bien que la littérature se questionne encore sur les prédispositions générales des individus à être averse ou non au risque ; Weber et *al.* (2002) soulignent que notre aversion au risque est circonstancielle et doit être étudiée dans un cadre précis. L'étude de Weber et Hsee (1998) sur les différences de perception du risque interculturelle montre qu'il y a une différence dans la perception du risque selon les cultures.

Slovic et *al.* (1980) soulignent que la perception du risque tire sa source en partie de l'heuristique de disponibilité. Les individus n'ont pas toujours connaissance des éléments statistiques leur permettant d'évaluer précisément le risque. Ils font alors appel à leur mémoire pour trouver des événements similaires afin d'évaluer le risque. Ainsi, les événements fréquents et/ou récents en mémoire seront pris comme référence pour évaluer le risque Slovic et *al.* (1980). La perception du risque est liée à un construit social issu de multiples facteurs et du milieu dans lequel évolue l'individu (sexe, expérience, culture, profession, vie quotidienne, etc.) (Hergon et *al.*, 2004 ; Figner et Weber, 2015).

L'aversion aux risques trouve sa source en partie dans l'aversion aux pertes et dans la comptabilité mentale Rabin et Thaler (2001).

L'aversion aux pertes. Comme nous l'avons souligné précédemment, les individus sous-estiment les grandes et moyennes probabilités lorsqu'ils codent les perspectives dans le domaine des pertes.

L'aversion aux pertes est la tendance à ressentir la douleur d'une perte plus forte que le plaisir d'un gain. La situation suivante est une variante de celle posée par (Kahneman et Tversky, 1979). Considérons deux individus A et B. Le premier trouve une somme de 50 € et le second perd une somme de 50 €. Selon Kahneman et Tversky, l'individu B qui perd 50 € ressentira une émotion liée à la perte beaucoup plus forte que l'émotion liée au gain de 50 € de l'individu A.

Aussi, Kahneman et Tversky (1979) soulignent que dans une perspective de gain, les individus seraient averses aux risques alors que dans une perspective de pertes ces derniers seraient attirés par le risque. Considérons le problème de décision suivant qui est une variante de celui posé par (Kahneman et Tversky, 1979).

- Une perte certaine de 100 €

Ou

- Un jeu « G » offrant 50 % de risque de perdre 200 € et 50 % de chance de ne rien perdre.

Quel est votre choix ?

Les résultats de Kahneman et Tversky (1979) montrent que 69 % de personnes choisissent le jeu « G » contre 31 % pour une perte certaine de 100 €. Les individus sont ainsi attirés par le risque lorsqu'ils sont face à la perte.

La comptabilité mentale. L'aversion au risque trouve également sa source dans la comptabilité mentale. Elle détient les mêmes propriétés que cette dernière. En effet, les individus ont tendance à évaluer les risques de manières séparées, plutôt que dans une perspective plus large (Rabin et Thaler, 2001).

La comptabilité mentale fait référence à l'ensemble des opérations cognitives qu'utilisent les individus et les ménages pour organiser, évaluer, suivre leurs activités financières. Ainsi les individus ont tendance à compartimenter ou à attribuer à chaque groupe d'actifs qu'ils possèdent un rôle bien défini (Thaler, 1999).

4.4 Apports de la finance comportementale à la finance classique : les heuristiques de jugement et biais cognitifs

Dans son livre de référence sur la psychologie cognitive traduit en français sous le titre : *Système 1/Système 2 les deux vitesses de la pensée* ; Kahneman (2012) montre que notre système cognitif a deux vitesses :

Le système 1 est automatique, intuitif, rapide et ne fait pas trop d'effort, il comprend mal la logique et les statistiques, et nous conduit souvent à des erreurs systématiques. Les capacités du système 1 sont innées et sont entraînées par nos sens qui perçoivent et analysent le monde naturellement. C'est lui qui travaille les compétences comme l'écriture, la lecture. Il nous permet de développer notre compréhension des relations sociales et est à l'origine des constructions stéréotypées que nous nous faisons. Toutes ces capacités acquises par le système 1 sont stockées dans notre mémoire et on y accède de façon rapide, intuitive et sans effort. $1 + 1 = ?$ C'est le système 1.

Le système 2 est lent, réfléchi, méthodique, il prend du temps pour résoudre les problèmes complexes. Il intervient lorsque le système 1 n'y arrive pas. Il est très attentif et se

manifeste généralement à la suite du système 1, lorsque ce dernier produit des suggestions qui peuvent être douteuses, le système 2 les analyse, les valide ou pas.

Kahneman affirme que très souvent nous pensons réfléchir avec notre système 2 et pourtant, nous réfléchissons avec notre système 1 qui nous conduit souvent à des erreurs de raisonnement. Le système 1 reste assez efficace au quotidien. Mais c'est le système 2 qui gère notre comportement au quotidien. Ces deux systèmes sont en constante interaction.

Mais pourquoi sommes-nous guidés par le système 1 ? C'est parce que notre système cognitif est très souvent paresseux, il travaille la plupart du temps de manière automatique, sur la base de connaissances et d'actions déjà acquises que nous répétons au quotidien. C'est là qu'entrent en jeu les heuristiques et les biais comportementaux.

4.4.1 Définitions d'heuristiques de jugement et biais comportementaux

Nous allons ici présenter quelques définitions de l'heuristique (cf. tableau 11). Il est important de la définir, étant donné que c'est la source de certains biais comportementaux selon Kahneman et Tversky (1974). Nous développerons la notion d'heuristique par la suite.

Tableau 11. Définitions de l'heuristique

Auteurs	Définitions de l'heuristique
Le Moigne (1991, p133)	Une heuristique est un raisonnement formalisé de résolution de problème (représentable par une computation connue) dont on tient pour plausible, mais non pour certain, qui conduira à la détermination d'une solution satisfaisante du problème.
Chikh et Grandin (2016)	Nous pouvons donc définir une heuristique comme étant un raisonnement, une règle de conduite ou une stratégie qui peut mener à des conclusions valides ou pas, elles sont fréquemment utilisées pour simplifier un problème complexe, mais c'est aussi dans ce cas qu'elles peuvent être source d'erreurs systématiques.
Wilke et Mata (2012, p. 1)	mécanisme de jugement ou de prise de décision ou raccourci cognitif qui s'appuie sur peu d'informations et des ressources cognitives modestes.

Hubert Fromlet (2001, p. 64)	une interprétation rapide et sélective de l'information, déterminée dans une large mesure par l'intuition – en tenant compte du fait que les conclusions peuvent ne pas donner les résultats souhaités en raison de la vitesse et/ou de l'incomplétude de la prise de décisions.
Yagouti (1998)	une heuristique peut être définie comme une simplification ou approximation explicite ou implicite, consciente ou inconsciente des états de la nature afin de résoudre une catégorie donnée de problèmes rencontrés.

4.4.2 Les biais comportementaux, erreurs de raisonnement issues des heuristiques

Comme nous l'avons souligné au début du titre précédent, les biais comportementaux sont une émanation de notre processus de réflexion heuristique. « Les raccourcis opérés (heuristiques) peuvent être valides et déboucher sur des solutions inaccessibles à une démarche rationnelle, mais ils peuvent aussi entraîner des erreurs et constituent alors un biais de raisonnement. En d'autres termes, ce n'est que le résultat de l'application des heuristiques qui permet a posteriori de qualifier les raccourcis de biais cognitifs » (Lebraty et Pastorelli-Nègre, 2004, p. 5). Se joignent à ce propos Chen et al. (2007, p. 425) : « Ces erreurs cognitives sont des formes de simplification heuristique, qui découlent de la tendance du cerveau à faire des raccourcis mentaux plutôt que de s'engager dans un traitement analytique plus long ». Lin (2011) parle des biais comportementaux comme des illusions communes existant dans le processus de décisions chez les investisseurs. Comme nous le verrons plus loin, pour chaque heuristique sont attachés des biais comportementaux (Tversky et Kahneman, 1974).

Il existe deux catégories de biais comportementaux : les biais cognitifs et les biais émotionnels ou affectifs.

Biais émotionnels : Les biais émotionnels sont basés sur les sentiments plutôt que sur les faits. En d'autres termes, nos sentiments influencent notre raisonnement (Pompian, 2012). Nous réagissons de manière émotionnelle (positivement ou négativement) face à une information qui peut affecter un résultat attendu. De même, l'humeur d'un individu peut fortement affecter ses choix. On peut citer comme biais émotionnel en finance :

- Le biais d'optimisme est une « tendance des investisseurs à adopter une vision interne, au lieu d'une vision externe qui est souvent plus appropriée lors de la prise de décisions

financières. Une vision interne est une vision qui se concentre sur une situation actuelle et reflète une implication personnelle. Une vision externe, cependant, évalue sans passion une situation actuelle dans le contexte des résultats obtenus dans des situations passées et liées » (Pompian, 2012, p.164).

- L'aversion aux pertes est celle que nous avons décrite au chapitre 3 : 4.3.3.
- L'effet de disposition. « c'est la tendance à vendre les actifs qui ont pris de la valeur ("gagnants") et à conserver les actifs qui ont perdu de la valeur ("perdants") » (Weber et Camerer, 1998, p.1).

Les biais cognitifs sont des « erreurs systématiques de jugement et de prise de décision commune à tous les êtres humains qui peut être due à des limitations cognitives, à des facteurs de motivation et/ou à des adaptations aux environnements naturels. » Wilke et Mata (2012, p. 1), (cf. tableau 12).

Tableau 12. Définitions de la cognition

Auteurs	Définitions de la cognition
Dictionnaire Universalis ⁴⁹	le processus par lequel des systèmes naturels (humains et animaux) ou artificiels (ordinateurs) acquièrent des informations sur leur monde, en construisent des représentations, les transforment en connaissances par des opérations spécifiques, puis les mettent en œuvre dans des activités, des comportements ou des fonctionnements
Borillo et al. (1988, p.174)	l'ensemble des activités par lesquelles les informations sont traitées par un appareil psychique : comment il les reçoit, comment il les sélectionne, comment il les transforme et les organise, comment il construit ainsi des représentations de la réalité, et élabore des connaissances.
Ska et Joannette (2006, p.284)	La cognition est considérée dans son sens large comme l'ensemble des capacités mentales permettant l'acquisition et le maintien de connaissances. Elle correspond à la faculté de traiter, de transformer et d'emmagasiner des informations pour les réutiliser.

⁴⁹ <https://www.universalis.fr/encyclopedie/cognition/> (14/04/21)

Quelques éléments importants sont à souligner dans ces définitions. Tout d'abord, il y a le caractère processuel de la cognition. Ce caractère processuel traduit le fonctionnement mécanique de notre réflexion, cela parfois indépendamment de notre volonté. Ensuite, la capacité à traiter les informations. Nous avons des capacités différentes lorsqu'il s'agit de recueillir, de traiter les informations et de les réutiliser. Enfin, le recueil et le traitement des informations contribuent à créer une représentation de la réalité. Cette réalité peut être très subjective à cause des biais cognitifs qui viennent interférer dans notre traitement de l'information.

Les biais cognitifs résultent d'un raisonnement erroné qui prend sa source dans le traitement de l'information qui est fait dans la mémoire (Pompian, 2016). Ce dernier ajoute à cela qu'il existe deux types de biais cognitifs : les croyances persévérantes et les biais liés au traitement de l'information.

- **Les croyances persévérantes.** Elles agissent chez les gens qui ont du mal à modifier leurs croyances face à de nouvelles informations contraires à celles qu'ils pensaient être justes et reconnues comme telles jusqu'alors. Comme exemple, nous avons : le biais de confirmation, c'est une tendance à prendre plus en considération des informations qui vont dans le sens de nos croyances ; l'illusion de contrôle, c'est un penchant que peuvent avoir les gens à surestimer leurs capacités à contrôler les événements (Pompian, 2012).
- **Les biais liés au traitement de l'information.** Ce sont des erreurs de pensée dans le traitement des informations liées à une décision. Comme exemple nous avons : le biais de cadrage qui est issu de la manière dont nous est présentée une information. Le caractère positif ou négatif de la présentation d'une information jouera respectivement de manière positive ou négative sur l'action qu'on fera suite à l'utilisation de cette information (Pompian, 2012).

4.4.3 Sources de l'utilisation des heuristiques de jugement et des biais chez les individus

Les notions d'heuristiques et de biais ont été grandement mises en avant par les travaux des psychologues Kahneman et Tversky (1973, 1974). Leurs travaux sont considérés comme fondateurs dans le champ de la finance comportementale.

Ces derniers mettent l'accent sur la rationalité limitée des individus, en expliquant que les individus s'appuient sur des connaissances approximatives et prennent des raccourcis cognitifs pour décider. Les individus utilisent des références présentes dans leur imaginaire ou croyance, pour pouvoir traiter des informations, résoudre des problèmes ou pour répondre à des questions concernant les probabilités d'évènements incertains. Ils soulignent que, concernant la probabilité d'avènement de certaines situations telles que les résultats d'une élection ou encore de la culpabilité d'un individu ; lorsqu'il est demandé aux gens de donner une réponse, ils s'expriment en des termes tels que : « je pense que ; les chances sont que ; il est probable que... ». Kahneman et Tversky posent alors les questions de savoir : « Qu'est-ce qui détermine de telles croyances ? Comment les gens évaluent-ils la probabilité d'un événement incertain ou la valeur d'une quantité incertaine ? »

Bien que les agents économiques aient la capacité de raisonner de manière rationnelle au sens de leurs capacités propres et non dans l'absolu, cela n'exclut pas totalement l'utilisation d'heuristiques dans leur raisonnement (Conlisk, 1996). Cela peut se justifier par les coûts de délibération qui sont les moyens qui peuvent être déployés pour résoudre un problème. Il existe ainsi plusieurs contraintes pouvant pousser les agents économiques à faire usage d'heuristiques et de biais comportementaux de manière volontaire ou pas. Nous trouvons ces contraintes dans les différents travaux d'Herbert (1955 ; 1956) sur la rationalité limitée.

- **Le temps.** C'est la durée accordée à l'individu pour répondre à la question ou au problème qui lui est posé. Ce temps est peut-être inférieur ou insuffisant pour résoudre le problème. L'individu sera donc obligé d'accélérer son processus de réflexion pour traiter les informations disponibles, ou trouver un moyen de répondre sans avoir le temps de rassembler ou traiter toutes les informations.
- **La disponibilité de l'information.** Elle renvoie à la quantité d'informations à traiter. Les informations peuvent être trop nombreuses, donc difficiles à traiter à cause du manque de temps ou de ressources. Ou, elles peuvent être peu nombreuses, donc pas suffisantes pour prendre une décision éclairée.
- **Les capacités cognitives de l'individu.** Elles peuvent être trop peu développées pour traiter les informations disponibles. En effet, l'individu peut avoir plus ou moins de connaissances ou de compétences selon le type de problème à résoudre.

- **Les émotions.** Elles sont inhérentes à tout individu et influencent les pensées et les actions. Lorsqu'elles ne sont pas maîtrisées, elles impactent significativement le comportement.
- **L'environnement social.** Les pratiques, les coutumes et les croyances sont de nature à influencer le comportement d'un individu, selon la société dans laquelle il évolue.
- **L'incertitude du futur.** L'homme ne peut que se projeter en établissant des possibilités ou des alternatives auxquelles il alloue des probabilités de réussite ou d'échec.

Les heuristiques sont utiles pour répondre à des situations plus ou moins pressantes, ou pas très importantes de tous les jours. Elles ne nécessitent pas beaucoup de ressources cognitives ou émotionnelles. L'utilisation des heuristiques est un mécanisme humain et naturel qui la plupart du temps nous permet de résoudre des problèmes. Cependant, les raisonnements heuristiques sont parfois altérés par des biais qui peuvent conduire à des erreurs systématiques de raisonnement.

4.5 Quelques heuristiques de jugement et les biais comportementaux

Il est important de parler d'heuristiques, car certains psychologues les considèrent comme sources de certains biais comportementaux à l'instar de Tversky et Kahneman (1974). Nous présentons ici les trois principales heuristiques et les biais associés à chacun d'eux (cf. tableau 13). Ces heuristiques et biais comportementaux sont tirées des travaux de Tversky et Kahneman (1974). L'objectif ici n'est pas de décrire en profondeur les heuristiques de jugement, mais simplement de les présenter comme les sources des biais cognitifs.

Dans leur article fondateur « *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* », Kahneman et Tversky ont souligné trois heuristiques couramment utilisées dans la vie : l'heuristique de disponibilité, l'heuristique de représentativité, et l'heuristique d'ancrage et d'ajustement. Ces heuristiques sont généralement utilisées dans l'estimation des probabilités ou des valeurs. Il existe également d'autres heuristiques. Nous pouvons citer : l'heuristique de simulation dans laquelle les gens façonnent des situations finales hypothétiques d'événements comme étant les situations les plus certaines dans le but d'estimer des probabilités (Fiske et Taylor, 2011) ; l'heuristique de l'affect : les gens se basent sur leur ressenti émotionnel pour

établir un jugement et prendre une décision (Slovic et *al.*, 2007). Il existe bien d'autres heuristiques qui peuvent être développées chez chaque individu (Fiske et Taylor (2011).

Tableau 13. Heuristiques et biais comportementaux soulevés par Kahneman et Tversky

Heuristiques	Exemples	Biais associés
Heuristique de représentativité	C'est le fait de conclure que Georges doit être ingénieur (A) car il ressemble à votre stéréotype de l'ingénieur (B) et agit comme tel.	• Insensibilité à la taille de l'échantillon. • Ignorance des probabilités a priori • Insensibilité à la prévisibilité • L'illusion de validité • Idées fausses sur la régression
Heuristique de disponibilité	C'est le fait d'estimer le pourcentage des divorces sur base de la rapidité avec laquelle on peut penser à des exemples d'anciens couples d'amis maintenant divorcés.	• Biais dus à la possibilité de récupération des instances (rappel de souvenirs) • Biais dus à l'efficacité d'un ensemble de recherche en mémoire • Biais d'imagination • Corrélation illusoire
Heuristique d'ajustement et d'ancrage	C'est le fait de juger de la productivité d'une autre personne en se basant sur son propre niveau de productivité.	• Ajustement insuffisant • Biais dans l'évaluation des événements conjonctifs et disjonctifs • Ancrage ou évaluation subjective des distributions de probabilités

Source : Tversky et Kahneman (1974)

4.6 Énumération de quelques biais comportementaux et heuristiques étudiés en finance

Nous énumérons ici les biais comportementaux qui ont été étudiés sur tous les types d'investisseurs. Il s'agit ici de montrer les biais les plus couramment étudiés en finance.

Les biais comportementaux découlant des heuristiques telles que soulignées par Kahneman et Tversky sur le tableau précédent n'ont pas été largement traités en finance comportementale. Toutefois, d'autres biais et heuristiques ont été mis avant et étudiés en finance. Fromlet (2001), et Hens et Meier (2015) énumèrent différents biais comportementaux généralement étudiés en finance (cf. tableau 14). Ces biais ne sont pas exhaustifs, mais rassemblent en grande partie ceux décrits par la littérature financière. Nous présenterons de manière plus explicite les biais

qui auront été retenus pour notre étude dans les chapitres suivants. En *annexe 3*, vous trouverez les différentes définitions des biais présentés dans le Tableau 14 ci-dessous.

Cependant, cette multitude de biais comportementaux dans la littérature a pour conséquence de créer des confusions dans la dénomination de ces dernières. Nous avons pu constater qu'il existe des ambiguïtés ou parfois de simples différences dans les dénominations. Dans le tableau ci-dessous, nous constatons que Fromlet (2001) parle d'« heuristique de représentativité » et Hens et Meier (2015) parlent de « biais de représentativité ». Ou encore nous constatons que Kahneman et Tversky (1974) parlent « d'heuristique de disponibilité » et Hens et Meier (2015) parlent « de biais de disponibilité ». Il est important de rassembler plusieurs sources pour mieux saisir les dénominations qui sont données aux biais.

Tableau 14. Énumération des biais les plus courants étudiés en finance comportementale

Fromlet (2001). Behavioral finance-theory and practical application	
Traitement heuristique des informations	Excès de confiance et illusion du contrôle
Préférence pour certaines informations	Différence d'interprétation
Biais géographique	Heuristique d'ancrage
Heuristique de représentativité	
Effet de disposition	
Biais de suivisme	
Hens et Meier (2015). Behavioral finance : the psychology of investing	
Biais de confirmation	Biais de disponibilité
Biais géographique	Évitement ou peur du regret
Ancrage	Comptabilité mentale
Effet de disposition	Aversion de la perte
Illusion du joueur	Biais d'excès de confiance
Biais rétrospectif	
biais de représentativité	
Biais de cadrage	

5. L'inefficience du marché de l'*Equity crowdfunding* : une source de biais comportementaux

Le marché de l'ECF ne fonctionne pas comme les marchés boursiers classiques où les actifs s'échangent de manière instantanée. De ce fait, les éléments théoriques de l'efficience des marchés ne peuvent être pris en considération dans nos travaux.

Au regard des conditions permettant l'existence d'un marché efficient, nous constatons que le marché de l'ECF ne répond pas à ces différentes conditions. Les prix des actifs ne s'ajustent pas de manière instantanée à la venue d'une nouvelle information. En effet, le marché de l'ECF est un marché primaire où s'achète des actions d'entreprises non cotées. Il n'existe pas de marché secondaire permettant de revendre ou de faire des arbitrages entre différents titres financiers. Les investisseurs ne sont pas parfaitement rationnels au sens optimal, ils sont soumis à l'effet d'heuristiques et de biais comportementaux. Enfin, le marché de l'ECF ne répond pas à la condition d'atomicité de marché. Ce n'est pas un marché très liquide où s'échangent rapidement des titres financiers entre un grand nombre d'investisseurs.

En prenant en considération les éléments théoriques précédemment soulignés que sont la rationalité limitée, l'asymétrie d'informations et la finance comportementale ; nous pouvons affirmer que le marché de l'ECF permet l'étude des biais comportementaux chez les investisseurs particuliers. Plusieurs raisons soutiennent notre démarche :

- La multiplicité des projets proposés en ECF est de nature à nous questionner sur la manière d'investir des *crowdfunders* particuliers.
- L'accès à l'information sur le marché de l'ECF et son traitement par les *crowdfunders* particuliers sont de nature à nous questionner.
- Les études portant sur le comportement décisionnel, la rationalité, les heuristiques et les biais comportementaux chez les *crowdfunders* particuliers sur le marché de l'ECF sont très peu nombreuses. C'est une opportunité de recherche que nous voulons saisir.
- Le marché de l'ECF est en pleine croissance en France et dans le monde. Au regard de la littérature, la plupart des *crowdfunders* particuliers présents sur ce marché ne détiennent pas les compétences nécessaires pour investir de manière pleinement rationnelle. C'est une opportunité pour mieux les profiler.

6. Quelques biais comportementaux affectant les *crowdfunders*

Dans cette partie, nous montrons que la littérature en ECF a traité de quelques biais comportementaux présents chez les investisseurs particuliers. Ainsi ont été étudiés le biais géographique, le biais de suivisme (*herding behavior*), le biais de chiffres ronds, et l'heuristique de l'affect. Ce sont ces biais que nous présentons ici.

6.1 Le biais géographique sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Comme nous l'avons souligné avant, le CF est un moyen de financement qui permet de casser les barrières géographiques en permettant d'investir dans des entreprises éloignées géographiquement. Cependant, la littérature montre qu'il existe un biais géographique chez les *crowdfunders*. Le biais géographique est la tendance qu'ont les investisseurs à investir près de chez eux, préférant les actifs nationaux aux actifs étrangers (French et Poterba, 1991).

Une analogie avec les études portant sur les BA et les VC montre que ces derniers ont tendance à investir dans les entreprises dont ils sont proches géographiquement (Hornuf et *al.*, 2020 ; Zook, 2002). Pourtant, les technologies de l'information et de la communication permettent aujourd'hui de profiter des opportunités qui se trouvent dans d'autres régions, dans d'autres pays ou sur d'autres continents. Cependant, les BA et les VC continuent de préférer l'investissement local à cause des coûts liés à l'accès à l'information, et à la possibilité de mener des due diligences dans les entreprises cibles. La volonté de ces derniers est d'être au plus près des entreprises cibles pour les accompagner et les surveiller à moindres coûts (Sorenson et Stuart, 2001).

Différents auteurs ont étudié le biais géographique en ECF comme le montre le Tableau 15 ci-dessous.

Pour Hornuf et *al.* (2020), l'investissement local trouve sa source dans la volonté des investisseurs de contrôler l'activité, d'entretenir des relations proches avec les dirigeants et d'avoir plus facilement accès aux informations. Ce qui permet de réduire les problèmes d'agence. Néanmoins, ils soulignent que les investisseurs qui diversifient leurs portefeuilles sont moins sujets à investir localement.

Afin de déterminer la présence du biais géographique, Dubois et Gromek (2018) ont mené une étude sur une plateforme d'ECF Suédoise FundedByMe. Ces derniers ont confirmé qu'il existe un biais géographique. En déterminant la position des investisseurs par rapport à celles des porteurs de projets, il montre que 50 % des investissements provenaient des investisseurs situés à moins de 15 km du porteur de projet. Au-delà de cette distance, la concentration d'investisseurs locaux se dégrade.

Tableau 15. Littérature portant le biais géographique en ECF

Auteur	Article	Méthodologie	Type de plateforme
Hornuf, Schmitt, et Stenzhorn, (2020).	Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding?	Quantitative	Companisto (Equity crowdfunding) et Innovestment. (Equity crowdfunding)
Dubois et Gromek, (2018)	How distance comes into play in equity crowdfunding. In The Rise and Development of FinTech (Open Access)	Quantitative	FundedByMe (Equity crowdfunding)
Guenther, Johan, et Schweizer (2018)	Is the crowd sensitive to distance? how investment decisions differ by investor type	Quantitative	Assob (equity crowdfunding)
Niemand, Angerer, Thies, Kraus, et Hebenstreit (2018)	Equity crowdfunding across borders: a conjoint experiment. International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research	Expérimentale	Cadre expérimental

Guenther et *al.* (2018) ont mené une étude sur la plateforme d'ECF australienne Fundbyme. Ils ont fait une comparaison entre les investisseurs particuliers et les experts quant à leur sensibilité à la distance qui les sépare des projets. Ils concluent que ces deux types d'investisseurs sont sensibles à la distance géographique et préfèrent investir à proximité. Ces investisseurs souhaitent avoir la possibilité d'évaluer la qualité des produits ou des services des entreprises dans lesquelles ils ont investi, en s'y rendant facilement. Ils veulent également être en contact régulier les entrepreneurs ou les employés. Cela permet à ces investisseurs de se familiariser avec les entreprises dans lesquelles ils investissent.

À partir d'une expérimentation basée sur des choix, Niemand et *al.* (2018) montrent que les investisseurs en ECF ont eu une forte préférence pour les investissements locaux. Ils se sentent plus confiants en investissant proche de chez eux.

En somme, les *crowdfunders* investissent localement pour plusieurs raisons. Ils veulent entretenir des relations directes avec les porteurs de projets. Ils sont altruistes et s'engagent pour les projets qui ont un impact positif dans leur région. Aussi, ils investissent dans leur région pour réduire les coûts d'une quelconque recherche d'informations, de surveillance ou même d'accompagnement du porteur de projet.

Nous notons que les plateformes de financement participatif sont pour la plupart sollicitées par les investisseurs du pays où elles sont implantées. Les projets sont souvent locaux ou nationaux et les plateformes proposent très peu de projets internationaux. C'est un facteur important à prendre en compte pour justifier le biais géographique chez les *crowdfunders* (Guo et *al.*, 2018).

Cependant, Agrawal et *al.* (2011) soulignent que la proximité géographique en CF n'a aucun impact sur les choix des investisseurs. Cela est dû au fait que l'internet démocratise et élargit le champ d'investissement possible. D'autres études doivent se faire dans ce sens pour confirmer ou infirmer la présence du biais géographique en ECF.

6.2 Le biais de suivisme sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Dans plusieurs activités que nous menons, nous sommes influencés par les autres, cela inclut les investissements et les transactions financières que nous effectuons (Hirshleifer et Hong Teo, 2003). Banerjee (1992, p. 798) décrit le comportement de suivisme comme un acte dans lequel tout le monde agit comme les autres : « *everyone doing what everyone else is doing* ». Le comportement de suivisme est également défini comme incluant toute similarité (Hirshleifer et Hong Teo, 2003). Tout le monde fait ce que font les autres, même lorsque les informations que nous avons laissent supposer quelque chose de très différent (Banerjee, 1992).

Zaggl et Block (2019) parlent du comportement de suivisme dans le CF comme une tendance dans laquelle la contribution des prédécesseurs affecte celle des suivants. Le biais de suivisme ou comportement de suivisme dans le marché de l'ECF a été très peu étudié. Toutefois, la littérature nous rapporte quelques études du comportement de suivisme dans les

différents modèles de financement participatif (cf. tableau 16). Il est important d'en prendre connaissance, car à bien des égards, les *crowdfunders* dans toutes les formes de financement évoluent dans un environnement communautaire où les investisseurs peuvent s'influencer les uns les autres. Les travaux de Zaggl et Block (2019) et ceux de Petit et Wirtz (2021) n'ont pas été menés sur l'ECF. Nous les présentons pour montrer que le suivisme est présent sur toutes les formes de CF.

Tableau 16. Littérature portant le biais de suivisme

Auteurs	Articles	Méthodologies	Plateformes et type de CF
Astebro, Sierra, Lovo et Vulkan, (2019, June)	Herding in Equity Crowdfunding	Quantitative	Seedrs (Equity crowdfunding)
Vismara (2016)	Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding	Quantitative	Crowdcube (Equity crowdfunding)
Zaggl et Block (2019)	Do small funding amounts lead to reverse herding? A field experiment in reward-based crowdfunding	Quantitative	Non spécifié/(reward-based crowdfunding)
Petit et Wirtz (2021)	Experts in the Crowd and their Influence on Herding in Reward-based Crowdfunding of Cultural Projects	Quantitative	Ulule (reward based crowdfunding)

Petit et Wirtz (2021) soulignent que la cascade informationnelle conduisant à un comportement de suivisme est très présente dans les projets artistiques financés par le don avec récompense. Ils parlent de suivisme rationnel dans lequel les investisseurs avec le moins d'expertise tendent à suivre le comportement des investisseurs plus expérimentés qui sont reconnus par la communauté. Ici, les investisseurs ont connaissance du profil des autres investisseurs, c'est sur cette base qu'ils suivent ou ne les suivent pas. Ainsi la présence très tôt dans la campagne de financement des investisseurs expérimentés contribue à la réussite de la campagne. La présence d'un contributeur expert concourt à 3 % ou 4 % à la réussite d'une campagne. La contribution cumulée des contributeurs experts tout au long de la campagne contribue à une levée de fonds plus rapide. Parce que les contributeurs moins experts se réfèrent à la présence des plus expérimentés pour participer à la campagne.

A contrario, il existe un comportement de suivisme inversé souligné par (Zaggl et Block, 2019). Ici, les petites contributions tendent à rendre la campagne de financement moins

attrayante. Ce qui pousse les *crowdfunders* suivants à faire de petites contributions. Les investisseurs perçoivent le manque d'engouement des autres et agissent pareillement ou n'investissent pas du tout.

Vismara (2016) souligne que les premiers jours d'une campagne de financement sont déterminants pour la suite. Un nombre élevé de premiers investisseurs augmente la probabilité de succès de la campagne. Plus il y a d'investisseurs dès le départ, plus les investisseurs se joindront à la campagne de financement. Aussi, les investisseurs expérimentés, ayant des profils publics comme les BA, détiennent souvent des informations privées, et sont généralement les premiers à investir. Les BA n'observent pas le comportement des autres. Ils jouent un rôle crucial dans la réussite d'une campagne. Ils apportent des signaux positifs aux autres investisseurs qui tendent à les suivre.

Le montant déjà collecté est un élément qui peut influencer les autres investisseurs qui viennent visiter le projet pour la première fois. Beier et Wagner (2016) montrent que le comportement des précédents investisseurs pourrait influencer celui des nouveaux investisseurs. Certains investisseurs ont tendance à observer la campagne et n'agir qu'à la fin. Parce qu'ils observent l'intérêt que les autres ont pour le projet. Ainsi, ils n'investissent que lorsqu'ils sont sûrs que le projet atteindra le montant sollicité. Ce modèle appelé « gardien de but » stipule que lorsque la campagne de financement tend à atteindre le montant souhaité, le nombre d'investisseurs et les montants d'investissement se multiplient. Les auteurs comparent cette forte tendance à investir en fin de campagne à celle des enchères où les écarts de prix sont souvent plus élevés à la fin qu'au début des enchères.

En étudiant le comportement des investisseurs sur la plateforme d'ECF Seedrs, Astebro et al. (2019) montrent que les *crowdfunders* réagissent positivement aux promesses d'investissements des autres. Plus les promesses d'investissement précédentes sont conséquentes, plus les nouveaux arrivants font des promesses plus conséquentes. Ces promesses sont d'autant plus conséquentes si elles sont plus rapprochées les unes aux autres dans le temps. Ils soulignent également que les *crowdfunders* n'ayant pas accès à l'information privée auront tendance à se reporter aux agissements des autres investisseurs. Quant aux *crowdfunders* détenant l'information privée, ces derniers seront moins assujettis aux comportements des autres. Enfin, les campagnes qui réussissent sont généralement celles qui lèvent le plus de fonds dès les premiers jours, il y a donc très tôt un effet boule de neige qui conduit à la réussite d'une campagne.

6.3 Le biais des chiffres ronds sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

À partir des données 15 413 investisseurs individuels extraits de la plateforme Wiseed, sur la période allant 12 janvier 2009 au 30 septembre 2016, Hervé et Schwienbacher (2018) soulignent l'existence du biais des chiffres ronds. C'est une tendance chez les investisseurs particuliers à investir des montants arrondis 100 €, 1 000 €, 200 €, 300 € lorsqu'ils font face à l'incertitude. Ils soulignent que cette tendance diminue au fur et à mesure que l'investisseur acquiert de l'expérience. Toutefois, en présence de signaux relatifs aux autres investisseurs, comme l'augmentation du nombre d'investisseurs dans une campagne, l'expérience des investisseurs ne réduit pas le biais des chiffres ronds. En somme, il y a une substitution qui se fait entre l'incertitude et l'expérience. Lorsque les deux sont présents, l'incertitude affecte plus le comportement des investisseurs à utiliser les chiffres ronds. En l'absence de l'incertitude ou de signaux, l'investisseur se fie à son expérience.

6.4 Le rôle de l'affect dans les choix d'investissement sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Goglin et Desbrières (2020) supposent que les valeurs, l'émotion, l'humeur qui sont propres à chaque investisseur agissent prioritairement sur leur comportement et affectent de manière forte les décisions d'investissement. Pour Goglin (2018), la dimension affective intervient de manière inconsciente dans les choix des investisseurs. Lorsqu'il s'agit d'investir en ECF, la dimension affective prime sur la dimension cognitive. Il souligne que l'investisseur en ECF a des réactions affectives qui le poussent à participer à une campagne selon que ce dernier a une affinité avec un projet ou un porteur de projet. Sous la dimension intérêt situationnel, il ajoute que la curiosité, l'attention et l'implication affective sont également des variables importantes dans les choix des investisseurs.

Conclusion du chapitre 3

L'objectif de ce chapitre était de présenter la littérature sur l'asymétrie d'informations et la finance comportementale. Nous avons souligné l'effet de l'information sur le comportement des investisseurs en ECF, et enrichi nos connaissances sur les facteurs pouvant affecter le comportement des investisseurs particuliers en ECF.

Nous avons pu voir que l'asymétrie d'information trouve son application sur le marché de l'ECF. C'est à travers les plateformes d'ECF que les investisseurs prennent connaissance des premières informations liées aux entreprises proposées en financement. Ces informations sont le résultat des dues diligences menées par les plateformes. Toutefois, les investisseurs ont également le devoir d'approfondir les recherches pour valider, infirmer ou compléter les informations qui leur sont données. Cependant, cette recherche d'informations supplémentaires induit des coûts qui peuvent dissuader plusieurs investisseurs. Certains investisseurs se trouvent contraints à se contenter aux informations primaires données par les plateformes. Il est également du ressort des investisseurs de pouvoir les interpréter et de prendre les décisions les plus rationnelles. Ce qui n'est pas évident pour tous les investisseurs au regard du manque d'expertise de certains d'entre eux. La nécessité de recourir à d'autres acteurs plus compétents est primordiale pour réduire l'asymétrie d'informations, et améliorer la compréhension de l'information.

L'asymétrie d'informations a un impact réel sur le comportement des investisseurs. Car, l'absence d'informations ne rend pas optimales l'analyse et la prise de décision comme l'a souligné Simon (1955). Les investisseurs finissent par être sujets à des heuristiques et biais comportementaux qui ont un impact sur leurs prises de décision (Tversky et Kahneman, 1974).

L'étude des heuristiques et biais comportementaux apporte une meilleure compréhension du comportement des investisseurs particuliers ou professionnels. En mettant en évidence les limites rationnelles qu'il existe dans les décisions.

Il était également nécessaire de montrer que le marché de l'ECF n'est pas un marché efficient. Car, les prix d'achat des actifs sur marché ne réagissent pas à l'apparition de nouvelles informations, les prix ne sont pas négociables, et il n'existe pas un marché secondaire de revente des titres. À partir de là, nous ne pouvons pas intégrer l'efficacité des marchés dans notre étude sur le comportement des investisseurs en ECF.

Positionnement de notre travail de recherche à la suite de la revue de littérature

Au bout de ces trois chapitres de revue de littérature, nous avons présenté notre périmètre de recherche qui est le marché de l'ECF. Nous avons présenté l'investisseur particulier qui est l'objet de notre recherche. Enfin, nous avons présenté la finance comportementale qui est le socle théorique de notre recherche.

Nous avons vu que certains travaux en ECF ont mis en évidence l'existence de certains biais comportementaux (biais géographique, biais de suivisme, biais de chiffres ronds, heuristique de l'affect). Cependant, ces travaux n'ont pas théorisé et modélisé les interactions qu'il peut y avoir avec d'autres facteurs décisionnels ou informationnels, qui pourraient affecter l'intention d'investissement. Nous partons de ce gap dans la littérature pour modéliser et mettre en évidence d'autres éléments et biais comportementaux pouvant affecter l'intention d'investissement sur le marché de l'ECF. Pour y arriver, nous allons mener dans le chapitre suivant deux études exploratoires sur le marché de l'ECF. Nos études vont analyser les choix d'investissement, le regard ou la perception qu'ont les *crowdfunders* du marché de l'ECF, et les stratégies qu'ils adoptent. Nous attendons de ces deux études qu'elles viennent enrichir nos connaissances sur l'investisseur particulier. Qu'elles fassent émerger des éléments supplémentaires permettant d'étudier les facteurs comportementaux qui entrent en jeu dans le processus décisionnel des *crowdfunders* particuliers sur le marché de l'ECF. Le chapitre suivant aura pour question de recherche : ***Quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'Equity crowdfunding, et sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ?***

Chapitre 4 : Études exploratoires du comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Objectifs du chapitre : dans ce chapitre, nous menons des études exploratoires sur le comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'ECF. Les objectifs sont de renforcer nos connaissances sur ces derniers et d'exploiter les résultats pour construire nos hypothèses futures.

Introduction du chapitre 4

Les chapitres 1, 2 et 3 nous ont permis de renforcer nos connaissances en ECF et en finance comportementale. À partir de deux études exploratoires, nous allons dans ce chapitre consolider notre état de l'art sur l'investisseur particulier. En apportant de nouvelles connaissances sur sa vision du marché et ses choix d'investissement. Le but est d'exploiter les résultats obtenus pour construire les hypothèses qui feront l'objet de notre étude confirmatoire. Notre question de recherche est la suivante : *quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'Equity crowdfunding et sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ?* Cette question de recherche se divise en deux sous questions qui constituent nos deux études exploratoires.

Étude 1. Nos données sont issues des entretiens semi-directifs passés avec 17 investisseurs particuliers. Nous répondrons à la sous question de recherche suivante : *quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'Equity crowdfunding ?* « La perception désigne l'ensemble des mécanismes et procédures qui nous permettent de prendre connaissance du monde qui nous entoure sur la base des informations élaborées par nos différents sens » (Jacquard et Planès, 2014, p. 49). C'est également « un mode de représentation de l'environnement, ainsi qu'un mode de connaissance » (Jimenez, 1997, p. 1). Pour Efron (1969, p. 1), c'est « une idée de quelque chose ».

Étude 2. Les données sont issues des témoignages d'investisseurs particuliers extraits d'une plateforme d'ECF française Wiseed. Nous répondrons à la sous question de recherche suivante : ***sur quels critères les investisseurs particuliers fondent-ils leurs décisions d'investissement ?*** Nous entendons par critère « principe, élément de référence qui permet de juger, d'estimer, de définir quelque chose »⁵⁰.

Nos deux études exploratoires ont été menées de manière successive. Lorsque nous entamions nos entretiens semi-directifs, nous avions déjà connaissance de données secondaires (commentaires d'investisseurs) disponibles sur la plateforme d'ECF Wiseed. Ces données secondaires ont été exploitées à la suite des entretiens, et apportent des éléments complémentaires, brefs et concis sur les actions et choix des investisseurs. Nous présenterons successivement pour chaque étude sa méthodologie et ses résultats. Une interprétation des résultats des deux études sera faite par la suite.

En entamant notre travail de thèse, nous souhaitions mener nos études sur une ou deux plateformes d'ECF. Pour plusieurs raisons : pouvoir interroger un ensemble d'investisseurs soumis aux mêmes règles de fonctionnement d'une plateforme d'ECF. Cela nous aurait permis de gagner en temps et en précision. Ensuite, en collaboration avec la ou les plateforme(s), nous aurions pu obtenir des données secondaires relatives aux investissements réalisés, aux types de projets les mieux ou les moins plébiscités, aux montants investis, etc. Cependant, la possibilité d'avoir accès à un terrain de recherche tout acquis ne nous a pas été offerte et nous avons dû évoluer par opportunisme méthodique.

Pour Girin (1989, p. 1), « *À la racine du mot opportunisme se trouve le mot portus, le port. Ce mot désigne donc une manière d'arriver au port, pas toujours par le chemin que l'on prévoyait de suivre, pas toujours dans le temps prévu, et même, quelquefois, pas dans le port où l'on pensait se rendre. C'est une question de navigation, et le bon marin est opportuniste, tenant compte de ce qui se passe, acceptant de se dérouter, faisant parfois demi-tour, saisissant aussi les occasions d'aller plus vite lorsque le vent et la mer le permettent. Le marin, comme on sait, est aussi scrupuleusement méthodique, ne laissant au hasard que strictement sa part, et contrôlant tout ce qu'il peut contrôler. La navigation, en bref, ne se fie pas purement à*

⁵⁰ Dictionnaire le Larousse. <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/crit%C3%A8re/20567> [consulté le 20/06/2022]

l'intuition : c'est une technique perfectionnée, qui met en œuvre des instruments et des savoirs élaborés ».

Cette approche méthodologique de Girin (1989) soutient notre démarche méthodologique de collecte de données qui s'est heurtée à moult difficultés dans l'accès au terrain d'étude. Afin d'atteindre nos objectifs, nous avons suivi un cheminement autre que celui espéré. Comme l'a souligné Girin (2016, p.314) : « *la vraie question n'est pas celle du respect du programme, mais celle de la manière de saisir intelligemment les possibilités d'observation qu'offrent les circonstances* ».

1. Méthodologie de recherche : étude exploratoire 1

Nous présentons ici la méthodologie qui a soutenu notre première étude exploratoire. Nous rappelons que cette étude est guidée par la question de recherche suivante : ***quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'Equity crowdfunding ?***

1.1 Première approche : une collecte de données difficile

Afin de trouver un terrain d'étude et de constituer notre panel de personnes à interviewer, nous avons commencé dès le mois de décembre 2018 à contacter les plateformes d'ECF. Nous leur avons fait part de notre projet de thèse et des avantages managériaux qu'ils pouvaient en tirer. Une quinzaine de plateformes a été contactée. Nous n'avons reçu que des réponses négatives ou pas du tout de retour à nos demandes. Bien que certaines plateformes se soient montrées à l'écoute de notre problématique, la majorité d'entre elles ont mis en avant le souci de confidentialité des données. Soulignant qu'il n'était pas possible pour elle en raison de leur statut de prestataire de services d'investissement (PSI) de mettre en relation leurs clients avec des entités externes. Partant de là, il serait impossible de nous accorder la possibilité d'effectuer notre travail sur leur plateforme. D'autres plateformes ont souligné le fait qu'elles ont très peu d'effectifs pour nous accompagner dans ce travail. Nous étions donc obligés d'adopter une autre approche.

Durant cette même période, nous avons participé à un salon d'investisseurs « salon de l'actionaria » à paris où nous avons recueilli 23 contacts d'investisseurs particuliers en ECF. Seulement 9 ont finalement été interviewés. Le reste n'a plus donné suite à nos demandes.

1.2 Deuxième approche : prise de contact par les réseaux sociaux

Afin d'augmenter notre panel, nous avons essayé de contacter d'autres investisseurs sur les plateformes d'ECF. Cependant, il n'était pas possible de le faire par ce biais, car les conversations dans l'espace commentaire sont contrôlées par un modérateur. Nous avons alors décidé de prendre les noms des investisseurs et d'aller les contacter sur le réseau social professionnel LinkedIn. Cependant, sur les plateformes Wiseed et Anaxago parmi les plus connues, les noms des investisseurs sont codés par leurs initiales. De même que sur beaucoup

d'autres plateformes. De plus, certaines plateformes ne disposent pas d'un espace commentaires. Il était donc difficile de procéder ainsi. Par contre, sur la plateforme d'ECF Happy-capital, il est possible de voir les noms des investisseurs. Nous avons alors pu contacter les investisseurs de la plateforme Happy-capital en passant par le réseau professionnel LinkedIn.

Une fois sur le réseau social LinkedIn, il nous est venu l'idée de suivre les pages des plateformes d'ECF. De cette manière, nous avons pu voir les publications que faisaient les plateformes d'ECF. À partir de là, nous contactions directement les personnes qui interagissaient avec les publications par des « j'aime », des commentaires ou des partages. Nous leur envoyions des demandes de mise en contact accompagnées du message suivant : *« Bonjour, Madame/Monsieur... Je suis doctorant à l'université d'Orléans, laboratoire Vallorem. Ma thèse porte sur le comportement des investisseurs sur le marché de l'Equity-Crowdfunding. J'aimerais discuter de mon sujet thèse avec vous. Vous me seriez d'un très grand apport ! Merci »*. La longueur du premier message étant imposée par le réseau social ne permettait pas d'écrire plus.

C'est à partir de là que nous avons commencé à avoir des réponses à nos demandes. Des 90 demandes que nous avons envoyées, nous avons eu 8 réponses positives pour des entretiens. En plus des 9 réponses obtenues au salon de l'actionnariat à Paris, notre panel s'est constitué de 17 investisseurs particuliers pour nos entretiens.

1.3 Collecte de données

Les entretiens sont un mode de collecte de données principalement utilisées dans les recherches qualitatives (Cardon 1996). Les entretiens sont des outils très utilisés qui permettent d'explorer et d'élaborer de nouveaux objets théoriques (Snow et Thomas, 2014). Wacheux (1996) souligne que l'entretien donne la possibilité au chercheur d'accéder aux faits, aux représentations et aux interprétations sur des situations connues par les acteurs interviewés. Aussi, il permet de recueillir les traces des comportements, les interactions sociales et les perceptions par le discours des acteurs. Cependant, il souligne que le risque est celui de la confusion dans les interprétations et les représentations qui seront faites.

Nous avons opté pour des entretiens semi-directifs, car ils nous laissent la possibilité d'explorer des champs nouveaux et de laisser cours à l'échange (Wacheux, 1996). Cela dans le but de recueillir suffisamment de données auprès des interviewés. Aussi, l'entretien semi

– directif nous permet également de rebondir ou d’orienter l’échange afin d’approfondir les éléments qui nous paraissent nécessaires pour notre étude.

1.4 Construction du guide d’entretien

Dans notre démarche abductive, notre guide d’entretien (cf. annexe 4) a été construit par thématique (cf. tableau 17), sur la base des différents chapitres de notre revue de littérature. L’objectif est de couvrir les différents aspects de l’investissement en ECF. En procédant ainsi, nous prenons en considération ce qui a déjà été fait, et tentons d’explorer à travers nos questions d’autres aspects qui nous interrogent. Au regard des différentes méthodologies adoptées dans la revue de littérature, nous avons tiré les variables les plus communément utilisées, que nous avons contextualisées dans le cadre de notre étude sur le marché de l’ECF. Le Tableau 17 ci-dessous présente également la littérature qui a servi à la construction de notre guide d’entretien, cette littérature a été présentée progressivement dans les chapitres précédents.

Les différentes thématiques de notre guide d’entretien font référence à : 1. Connaissance et compétences de l’investisseur renvoient au chapitre 2 sur le profil des investisseurs individuels. 2. Recherche des informations renvoie au chapitre 3 sur l’asymétrie de l’information. 3. Choix des projets renvoie au chapitre 2 sur les critères d’investissement. 4. Relations avec les autres investisseurs et signaux d’investissement renvoient au chapitre 3 sur les moyens pour réduire l’asymétrie d’informations. 5. Risques pris par l’investisseur renvoie au chapitre 1 sur l’ECF en tant que mode d’investissement qui propose aux investisseurs particuliers de financer des entreprises jeunes et risquées.

Tableau 17. Thématiques du guide d'entretien

Thématiques	Littérature
1. Connaissance et compétences de l'investisseur	Schwienbacher et Larralde (2012), Collins et Pierrakis (2012), Trespeuch et Robinot (2014), Barber et Odean (2001), Shiller (2000), Ordanini et <i>al.</i> (2011), Gerber et Hui (2013)
2. Recherche des informations : comment les investisseurs cherchent et interprètent des informations.	Lukkarinen et <i>al.</i> (2019), Akerlof (1978), Gajewski et Li (2015), Vismara (2016)
3. Évaluation et choix des projets : sur quoi se basent les choix des investisseurs	Lukkarinen et Seppälä (2019), Ahlers et <i>al.</i> (2015)
4. Relations avec les autres investisseurs et signaux d'investissement : observation du comportement des autres investisseurs	Banerjee (1992), Hirshleifer et Hong Teo (2003), Zaggl et Block (2019), Hornuf et Schwienbacher (2015)
5. Risques pris par l'investisseur : regard que portent les <i>crowdfunders</i> sur les risques de ce marché.	Hervé et <i>al.</i> (2017), Mohammadi et Shafi (2021), Slovic et <i>al.</i> (2007)

1.5 Codage, grille d'analyse des données recueillies lors des entretiens

« Toute information collectée est codifiée, avant de prendre place dans une base où les données sont représentées et organisées » (Wacheux, 1996, p. 229).

Nous présentons ici la méthodologie qui nous a permis de lire et d'interpréter les données primaires qui ont été collectées à travers nos entretiens avec les *crowdfunders* particuliers.

Retranscription

Chaque retranscription d'entretien avec un investisseur débutait immédiatement après l'interview afin de garder un certain réalisme, comme préconisé par (Wacheux, 1996). Cependant, étant donné que certains entretiens avaient lieu à quelques jours d'intervalle près, nous ne pouvions pas toujours entamer immédiatement les retranscriptions, car nous étions seuls à la retranscription. Pour pallier cela, durant nos entretiens, nous mentionnions dans notre journal les observations qui nous semblaient nécessaires pour garder vive la teneur de nos entretiens, et les idées qui nous venaient à l'esprit (Housen, 1952).

Anonymisation de la population

Nous avons tout d'abord rendu anonymes les *crowdfunders* interviewés en leur donnant des Codes : *Invest* pour *investisseur* suivi d'un numéro. Puis nous avons décrit notre population. En les catégorisant selon : leurs activités, les montants investis, le nombre de projets à leur actif, les plateformes sur lesquelles ils ont investi, et surtout les discours qui émanaient d'eux. L'objectif était d'avoir une meilleure analyse ultérieure.

Analyse des données

Nous nous sommes aidés du logiciel d'analyse NVIVO11 pour effectuer notre codage et nos analyses (voir Figure 26). Dès la fin de la retranscription du premier entretien, nous avons commencé à mettre nos premières notes et impressions. L'objectif était d'éviter de couler sous une grande masse d'informations à traiter comme l'a conseillé Giordano (2003). Cela nous a également permis de recadrer certaines questions qui n'ont pas eu les résultats escomptés. Étant donné que notre grille d'entretien était subdivisée en grande partie, nous nous sommes d'abord attelés à coder les données en lien avec chaque partie.

Le thème comme le souligné (Bardin, 2013, p.136). « ... est l'unité de signification qui se dégage naturellement d'un texte analysé selon certains critères relatifs à la théorie qui guide la lecture ». Toujours selon Bardin (2013), l'analyse thématique est basée sur des phrases entières ou groupes de phrases nous permettant de faire des analyses de contenu. Elle est généralement utilisée pour des études d'opinion, de motivation, d'attitude, de valeur, de croyance, de tendances.

En rapprochant et en comparant les discours des investisseurs sous les thématiques préétablies, nous avons pu trouver une cohérence générale dans les discours de certains investisseurs, de même que des discours antinomiques ou encore des discours isolés.

Ce regroupement nous a permis de nous rendre compte que certains discours apparaissaient ailleurs que dans les thématiques où nous pensions qu'ils devaient être au regard de notre découpage thématique. Une réorganisation a donc ainsi été faite en reclassant les discours dans des thématiques bien précises (Giordano, 2003). Nous avons ainsi regroupé deux thématiques en une seule : celle portant sur la recherche d'informations et celle portant sur le suivisme et les signaux d'investissement. Nous avons constaté que les discours de ces deux thématiques tournaient autour de l'information. Ces deux thématiques ont été regroupées sous la

thématique : recherche d'informations et signaux d'investissement (voir Figure 26). Durant l'analyse des entretiens, des sous-thèmes ont émergé. Enfin, nous nous sommes attelés à faire des interprétations de ces différents discours sur la base de la littérature en ECF et en finance comportementale.

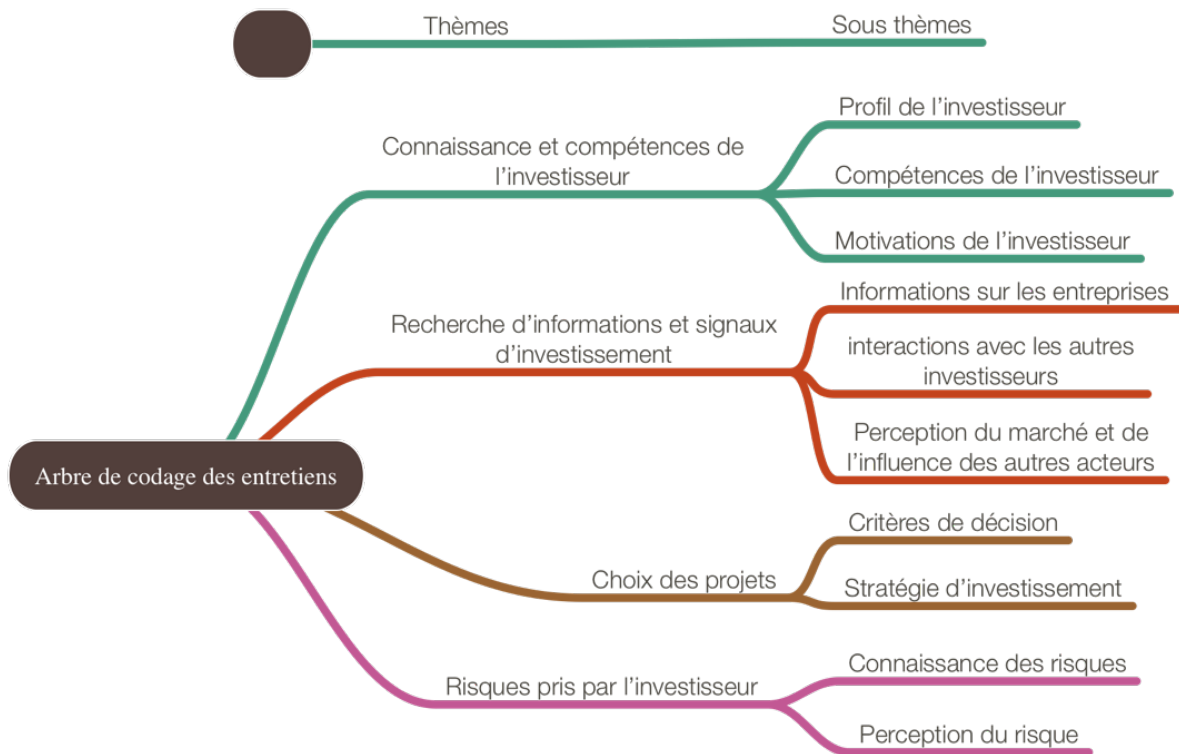


Figure 26. Arbre de codage des entretiens

2. Résultats étude exploratoire 1

La Figure 27 ci-dessous présente l'arbre des résultats issus de l'analyse thématique des entretiens semi-directifs. Elle donne les grandes lignes qui seront développées dans cette partie. Nous rappelons que les résultats de l'étude 1 visent à répondre à la sous question de recherche : *quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'ECF ?*

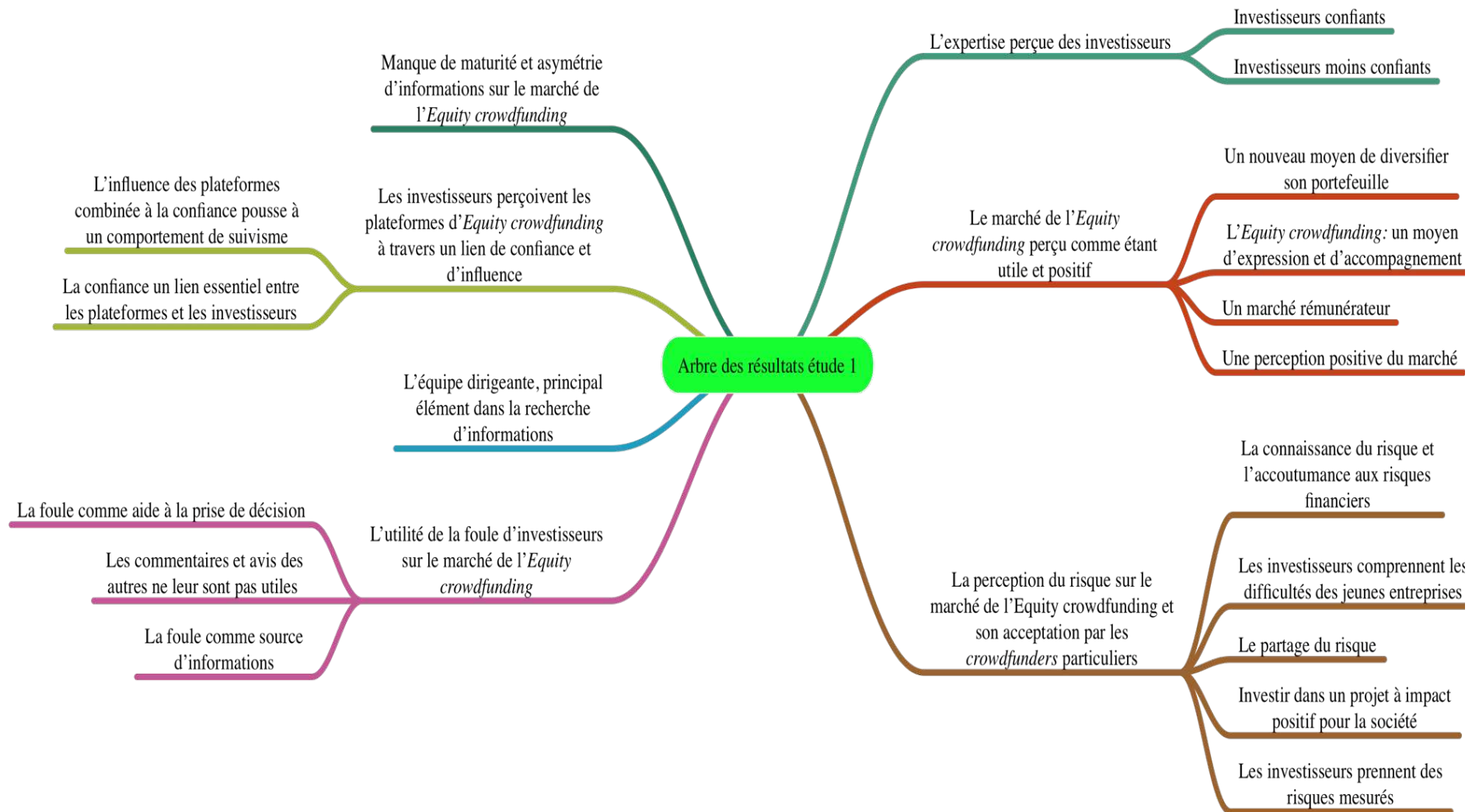


Figure 27. Arbre des résultats issus de l'analyse thématique des entretiens semi-directifs
(à lire dans le sens des aiguilles d'une montre)

2.1 Profil des investisseurs individuels de la première étude

Les investisseurs interrogés sont tous des hommes (cf. tableau 18). Durant la constitution de ce panel, nous avons également contacté plusieurs femmes. Cependant, ces dernières n'ont pas donné suite à nos demandes d'interview.

Nous constatons que les secteurs de métiers sont variés, mais avec une dominance de personnes travaillant de près avec le monde de la finance. Nous en comptons ainsi dans notre panel 7/17 dont (*Invest1*, *Invest2*, *Invest4*, *Invest6*, *Invest7* et *Invest12*, *Invest14*).

En ce qui concerne le nombre de projets dans lesquels notre panel a investi, la plage s'étale de [5 à 70] projets. Les montants investis s'étalent sur une plage de [2 809 € à 377 000 €]. On n'observe pas de réelle corrélation entre les montants investis et le nombre de projets. D'ailleurs, *Invest7* avec 5 projets à son actif détient presque la même valeur que *Invest10*, qui a 70 projets à son actif. Nous ne pouvons pas établir sur ce panel une relation particulière entre le nombre de projets et le montant investi.

Nous notons que les *crowdfunders* investissent en majorité dont (11/17), sur au moins deux plateformes d'investissement en ECF. Plusieurs d'entre eux s'intéressent également au *Crowdlending* qui est le prêt aux entreprises. Nous soulignons que les investisseurs ayant fait d'importants placements notamment (*Invest13*, *Invest12*, *Invest4* et *Invest3*) l'ont fait sur au moins deux grandes plateformes que sont Anaxago et Wiseed. Ces plateformes sont reconnues pour leur forte activité.

En somme, notre panel de 17 investisseurs détient 427 projets pour environ 764 509 € investis. Toutefois, il faut souligner l'écart que détiennent *Invest13* et *Invest12* en valeur sur le reste des autres investisseurs. Si la majorité du panel a déclaré investir des montants provenant de son activité salariale et de son épargne, *Invest13* est un entrepreneur qui a vendu son entreprise et a réinvesti l'argent gagné à travers une holding.

Tableau 18. Présentation du panel des investisseurs interviewés

Investisseurs codés	Son métier ou secteur de métier	Nombre de projets	Montant investi en Euros	sexe	Durée des entretiens	Plateformes en ECF sur lesquelles ils ont investi. (Les plateformes de prêt ou Lending, où ils sont également présents)
Invest1	Trésorier d'entreprise	30	6 000	M	42 min	Wiseed, (Lendix, créditpoint.fr, lendopolis, pretup, pretchain)
Invest2	Conseiller en investissement	6	15 000	M	31 min	Wiseed, Anaxago
Invest3	Secteur informatique	15	60 000	M	33 min	Wiseed, Anaxago, SmartAngels
Invest4	Banque, anti-blanchiment	41	48 500	M	1 h 16 min	Wiseed, Blue Bees
Invest5	Énergie renouvelable	14	4 200	M	41 min	Wiseed
Invest6	Finance/ Auto-entrepreneur	18	2809	M	40 min	Wiseed, Happy-capital, Sowefund, Tudigo, Ayomi, Lita.com, Energie partagée, Enerfip
Invest7	Fonds d'investissement	5	[10000-15000]	M	43 min	Sowefund
Invest8	Assurance	24	5 500	M	34 min	Wiseed
Invest9	Informatique	11	3 500	M	28 min	Wiseed
Invest10	Commerce	70	10 000	M	36 min	wiseed, bolden, hominity (october, prêtup, agrilend, crédit.fr, lendopolis)
Invest11	L'immobilier	60	15 000	M	48 min	Anaxago, Wiseed, Sowefund, Happy-capital

Invest12	Finance	20	120 000	M	32 min	Anaxago, Wiseed
Invest13	Entrepreneur	23	377 000	M	43 min	Anaxago
Invest 14	Gestionnaire de Fonds	NC	NC	M	17 min	Anaxago
Invest15	Responsable export	20	20 000	M	27 min	Wiseed, Anaxago, (<i>Wesharesbons, Lendopolis, Lendosphere</i>)
Invest16	Enseignant	10	20 000	M	39 min	Anaxago, Wiseed, Lita.co (<i>Lendopolis</i>)
Invest17	Conseiller commercial	60	42 000	M	1 h 00 min	Enerfip, Anaxago, Wiseed, Clubfunding, Fundimmo (<i>Lendosphère</i>)

N. B. Le nombre de projets et les sommes investies par les investisseurs de mon panel ne tiennent compte que des investissements faits en ECF.

2.2 L'expertise perçue des investisseurs

Notre codage nous a permis de voir qu'il y a des investisseurs qui manifestent un comportement plus confiant que d'autres lorsqu'il s'agit d'investir en ECF. Nous entendons par confiant, le caractère de l'investisseur qui dit maîtriser le marché de l'ECF et qui a foi en ses décisions d'investissement. C'est une expertise perçue que les investisseurs ont d'eux-mêmes.

2.2.1 Investisseurs confiants

Il y a des *crowdfunders* particuliers qui se sont montrés plus confiants que les autres quant à leurs compétences d'investisseur en ECF. Lorsqu'on leur demande quel regard ils portent sur leurs compétences en tant qu'investisseurs, certains ont répondu avec certitude qu'ils étaient suffisamment compétents pour investir avec confiance sur ce marché. Cette certitude est fondée pour la plupart sur leurs expériences professionnelles. *Invest2* est un conseiller en investissement, pour lui c'est son métier, il le maîtrise. *Invest5* a exercé le métier d'analyste financier. *Invest8* est un ancien employé de banque. *Invest12* se montre très affirmatif en disant qu'il sait de quoi il parle, son profil souligne que lui aussi travaille dans le secteur financier. Nous constatons ici que les investisseurs confiants sont ceux qui ont déjà eu une expérience dans le secteur de la finance et de l'investissement. Ces derniers s'appuient beaucoup sur leurs compétences en finance et simplifient parfois le marché. À l'instar d'*Invest8* et *Invest12* qui pensent que tout le monde peut investir sur ce marché. (cf. tableau 20 ci-après).

2.2.2 Investisseurs moins confiants

D'autres investisseurs se sont montrés moins confiants quant à leurs compétences, même si certains évoluent dans des secteurs proches de la finance. Les investisseurs moins confiants sont dans l'apprentissage continu et se réfèrent aux autres (*Invest11*). Ils sont dans la compréhension de l'activité ou du secteur d'activité où ils vont investir (*Invest4*). Parfois incertain quant au choix à faire (*Invest7*), d'autres mettent leur confiance sur le porteur de projet (*Invest7* et *Invest13*). En somme, les investisseurs moins confiants sont pour certains dans le doute et se reposent sur un ensemble d'agréats d'informations non financières pour faire leur choix. (cf. tableau 19 ci-après).

Tableau 19. Verbatim des investisseurs sur leur expertise et leur confiance

Investisseur	Verbatim investisseurs confiants	Verbatim investisseurs moins confiants	Investisseurs
Invest2	<i>Aucune connaissance supplémentaire, à titre personnel je pense que je n'ai pas besoin de plus [...] Oui, ma profession m'aide à mieux investir. [...] Je suis conseiller en gestion de patrimoine, indépendant, depuis quinze ans je conseille des clients à titre indépendant. On a trois cents clients, j'ai sept collaborateurs, donc je suis plutôt un professionnel de l'investissement.</i>	<i>Totalement nul [rire] [entendu compétences d'investisseurs]. En fait, je ne suis pas un investisseur factuel, beaucoup d'investisseurs font beaucoup d'analyse, etc. de plein de chiffres dans tous les sens. Moi par définition, la seule chose factuelle que j'essaye de faire c'est de comprendre ce que fait l'entreprise qui m'est proposée. Si je ne comprends pas, je ne n'investis pas ça c'est une règle. [...] Donc ma qualité d'investisseur je n'en sais rien.</i>	Invets4
Invest5	<i>Pour mes qualités, je sais à peu près lire un bilan et un compte de résultat d'une entreprise. C'était mon boulot avant, je faisais des analyses financières, donc je sais à peu près si une boîte est solide ou pas. Donc ça fait partir de mes qualités. [...] Non, je n'ai pas nécessairement besoin de compétences supplémentaires pour mieux investir. [...] Oui, ma profession m'aide à mieux investir. Parce que comme je le disais j'ai fait beaucoup d'analyse financière pendant quatre ans donc j'analysais des entreprises pour les financer ensuite, donc ça m'aide pour investir sur des projets au niveau personnel.</i>	<i>Je ne me considère pas comme un grand investisseur. J'investis plutôt dans les personnes.</i>	Invest13
Invest8	<i>En fait, j'ai de la chance parce que je m'y connais un peu plus que la personne moyenne. Moi je viens du secteur assurance et avant je travaillais dans la banque. Donc du coup, j'ai déjà vu des projets d'entreprise ou même financé des entreprises par le biais de mon ancien travail. Du coup effectivement comme j'ai vu que je pouvais le faire à mon niveau je me suis dit autant le faire. [...] Moi je ne pense pas avoir besoin de compétences supplémentaires. Parce que moi aujourd'hui je pense que tout le monde peut investir dedans dans le sens où c'est assez transparent et même les rapports sont assez bien faits.</i>	<i>Disons qu'elles sont plutôt basiques [entendu compétences d'investisseurs] [...] Et des fois, je me dis est-ce que j'ai bien fait d'investir? Mais j'essaye de me rassurer en me disant comme les fondateurs sont parties prenantes de la société eux aussi sont impliqués pleinement dans la société, et donc ils recherchent aussi la rentabilité du projet et une bonne sortie. Ils s'investissent pleinement dans le projet, c'est ça qui me rassure.</i>	Invest7
Invest12	<i>Un regard averti parce que je sais de quoi je parle, et j'investis lorsqu'il y a une société qui me semble intéressante. [...] Non, je ne pense pas avoir besoin de compétences pour être plus averti quand je fais mes choix. [...] Je ne pense pas que lorsqu'on passe par une plateforme on soit obligé d'avoir des compétences spécifiques pour investir dans ce type de marché. Parce que vous avez déjà une étude, une préétude qui est faite par la plateforme de crowdfunding, ça c'est le premier point.</i>	<i>Je dirais qu'au début j'étais très débutant. C'était vraiment un peu la découverte. Je dirai que je me considère un peu... je ne dirai pas professionnel, mais j'ai un œil un peu plus averti à force d'avoir les projets, d'avoir les retours, etc. J'essaye de lire les choses des personnes qui ont beaucoup plus d'expérience. Je m'éduque peu. Je suis un peu comme un investisseur standard.</i>	Invest11

2.3 Le marché de l'*Equity crowdfunding* perçu comme étant utile et positif

L'objectif ici est de présenter la perception qu'ont les investisseurs du marché de l'ECF. Le marché est constitué de trois grandes entités (plateformes, porteurs de projets et investisseurs). La perception ici exprimée par les *crowdfunders* englobe ces trois entités.

Plus loin, nous présenterons plus spécifiquement la perception qu'ont les *crowdfunders* des plateformes, des autres investisseurs et des projets qui leur sont proposés.

Le marché de l'ECF est perçu comme utile, il permet de diversifier son portefeuille, de s'exprimer en d'accompagnant des projets, et est considéré comme très rémunérateur. Cet ensemble génère une perception positive du marché qui pousse à investir.

2.3.1 Un nouveau moyen de diversifier son portefeuille

L'analyse des interviews montre que la présence des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF est en partie justifiée par une volonté de diversifier leurs portefeuilles. Les investisseurs trouvent sur ce marché une solution de placement qu'ils estiment intéressante. Et parfois plus viable que les solutions de placement qui leur sont proposées par leurs banques, notamment le Livret A. Ainsi, l'ECF est perçu comme un moyen de diversification de l'épargne comme le soulignent *Invest5* et *Invest7* :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
Invest5	<i>Pour moi, c'est un moyen sympathique de diversifier son épargne.</i>
Invest7	<i>Moi je trouve que c'est une bonne alternative, ça permet de diversifier par rapport à l'immobilier, aux actions, à l'assurance vie, etc. ;</i>

2.3.2 L'Equity crowdfunding : un moyen d'expression et d'accompagnement

L'ECF est perçu par les investisseurs comme un outil d'accompagnement, d'aide de projets d'amis, de connaissances et de ceux qui ont des idées et qui n'ont pas le moyen pour les développer. Par ailleurs, l'ECF permet aux investisseurs de s'exprimer à travers les projets qu'ils pensent être utiles pour la société comme l'exprime *Invest4* :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest4 *Il y a d'autres acteurs qui ont de bonnes idées, on va les aider à les mettre en œuvre. Moi je me dis qu'il y en a qui ont des idées, on va les aider.*

Soutenir l'économie française est également un cheval de bataille pour beaucoup d'investisseurs.

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest1 *C'est un moyen de pouvoir participer à la vie économique de notre pays, et de s'investir un tout petit peu dans des projets qui nous plaisent.*

Invest4 *Je trouve que c'est une vraie opportunité de se dire chacun, **je suis acteur du tissu économique de mon pays.***

Invest9 *Ça permet à chaque particulier, chaque personne, de pouvoir investir dans des startups. **Pour ma part dans mon pays natal.***

Invest13 *Moi je trouve ça bien, c'est l'investissement direct, **on soutient d'une certaine manière l'économie, la création de l'emploi** sans passer par les trucs plus ou moins obscurs. On sait où va notre argent.*

Par l'ECF les investisseurs sont défenseurs, accompagnateurs d'un changement, d'une amélioration sociétale ou industrielle. Ce marché est perçu comme moyen d'expression par le financement et d'échange autour d'une idée. *Invest8* :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest8

Je trouve ça bien, car ça permet aux gens d'être plus acteurs de la société économique ; dans le sens que si c'était un peu plus démocratisé, peut-être que ça peut apprendre aux Français l'importance de l'entrepreneuriat dans l'économie.

Son ouverture aux petits portefeuilles est bien vue par certains investisseurs qui peuvent investir de faibles sommes tout en se sentant impliqués dans un grand projet, *Invest3* :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest3

C'est quelque chose d'intéressant, dans la mesure où, chacun comme je le disais en tout début on peut investir à des tickets d'entrée de 100 €. Ça permet à chacun d'investir même si tu n'as pas une fortune.

2.3.3 Un marché rémunérateur

L'ECF est également perçu comme un marché très rémunérateur lorsque les investissements réussissent. Certains investisseurs ont foi en leurs investissements. Pour eux, ça vaut la peine de miser sur des projets même si certains sont défaillants, parce que les gains attachés aux projets qui réussissent sont très élevés comme le dit *Invest6* :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest6

Certes c'est risqué, on peut perdre notre investissement, mais c'est très rémunérateur. Donc si on est prêt à mettre le minimum c'est quand même un placement qui est bien plus rémunérateur que les livrets, les assurances vie sur lesquelles la population française investit. Je trouve que c'est vraiment des projets qui devraient être mis en avant.

2.3.4 Une perception positive du marché

La plupart des investisseurs ne tarissent pas d'éloges positifs vis-à-vis du marché de l'ECF. Les *crowdfunders* ne manquent pas de souligner tous les avantages connus de l'ECF pour eux, les porteurs de projets et le tissu économique français. Cette perception positive du marché

impacte les investisseurs quant à leurs décisions d'investissement ultérieures de manière positive.

Cependant, tous les investisseurs ne partagent pas cet avis positif du marché. Pour un investisseur en particulier (*Invest2*) le marché de l'ECF n'a pas pu répondre aux attentes et est en train de mourir. Cela à cause du manque de rigueur des plateformes.

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest2 Pour moi c'est mort. Parce que les acteurs n'ont pas été à la hauteur des enjeux. Il y a peu de chance que le secteur s'en tire. Il y a beaucoup de plateformes qui ont jeté l'éponge et je pense que ce sont les premiers responsables. Responsables parce qu'ils n'ont pas été assez exigeants sur leurs dues diligences.

Toutefois, la grande majorité des investisseurs interrogés affirment qu'ils continueront à investir sur ce marché tant qu'ils auront les moyens de le faire.

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest1 Oui bien sûr. Là j'ai encore trois, quatre investissements de prévus sur les trois, quatre mois qui vont venir, qui vont me permettre d'arriver au maximum du pourcentage dont on parlait tout à l'heure. Après je vais être au maximum de ce que j'avais prévu de mettre. Je ne pourrai plus investir. Par contre, dès qu'il y a une entreprise où je peux sortir en faisant des gains, cet argent-là je le réinvestirai dans d'autres sociétés.

Invest3 Oui, je vais continuer à investir.

Invest4 Oui, pour l'instant je continue, tant que j'ai les moyens tant que ça fait partie de mes possibilités je peux le faire.

Invest5 Oui, je continue pour l'instant de manière ponctuelle. Je me donne encore quelques années, si je vois que d'ici deux trois ans il ne s'est rien passé bah... sauf si j'ai des retours sur investissements et là je dis oui.

Invest6 Absolument, tout à fait je vais continuer à investir.

Invest7 Oui je vais continuer à investir.

<i>Invest8</i>	<i>Oui, je vais continuer à investir. Je l'ai dit, tant que j'ai les moyens je le fais. Le moment où je n'aurai plus les moyens, je ne le ferai plus.</i>
<i>Invest9</i>	<i>Oui, je continuerai à investir tant que j'ai de l'argent qui dort.</i>
<i>Invest10</i>	<i>Oui, je vais continuer à investir.</i>
<i>Invest11</i>	<i>Oui, sur les plateformes peut-être. Mais sur le long terme, ça va dépendre de mes finances, mais j'aimerais devenir une Business Angel.</i>
<i>Invest13</i>	<i>Oui, je vais continuer à investir.</i>

2.4 La perception du risque sur le marché de l'Equity crowdfunding et son acceptation par les crowdfunders particuliers

Les plateformes d'ECF ont l'obligation légale d'informer les investisseurs sur les risques encourus. D'ailleurs, la plateforme d'ECF Wiseed rappelle les risques liés à cet investissement⁵¹ : la perte totale ou partielle du capital investi, la rareté de dividendes, la dilution du capital, l'illiquidité (possibilité de vente d'actions limitées, valorisation hypothétique). Outre les risques, la plateforme Wiseed, présente aux *crowdfunders* deux avantages : « L'avantage principal pour un investissement dans une jeune société, une startup, est que le potentiel de plus-value est important en cas de rachat des parts par un tiers ou d'introduction en bourse. En entrant dans le capital, vous avez financé l'innovation et le développement du projet... lorsqu'on voudra racheter vos parts, vous serez en droit de faire rémunérer ce risque pris ! » « Autre avantage : La majorité des investissements en actions dans ces entreprises vous permettent d'obtenir un avantage fiscal (réduction de l'impôt sur le revenu ou défiscalisation via PEA, plan d'épargne actions). En cas de distribution positive, l'imposition des intérêts s'effectue à la source par défaut au prélèvement forfaitaire unique (possibilité d'opter pour le barème progressif ultérieurement). En cas de perte de votre investissement, celle-ci pourra être reportée en déduction de vos gains sur d'autres investissements pour le calcul de l'impôt⁵². »

Malgré les nombreux risques, nous constatons que les investisseurs les acceptent. Plusieurs raisons peuvent être énumérées.

⁵¹Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/risques> [consulté le 09/09/2019]

⁵²Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/risques> [consulté le 09/09/2019]

2.4.1 La connaissance du risque et l'accoutumance aux risques financiers

2.4.1.1 La connaissance des risques et de ses bénéfices

L'une des raisons principales qui contribuent à l'acceptation du risque est énoncée par Hergon et al. (2004). Il souligne qu'un risque sera plus facilement accepté si ses conséquences et ses bénéfices sont connus. La connaissance des conséquences et des bénéfices a pour effet de rendre les risques plus acceptables aux yeux des investisseurs en ECF. Nos résultats montrent que les *crowdfunders* connaissent les risques financiers auxquels ils sont exposés et les acceptent. Pour eux, la prise de risque est volontaire et choisie.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest9</i>	<i>J'ai toujours conscience des risques que j'encours en investissant, parce que je peux perdre toute la somme investie.</i>
<i>Invest8</i>	<i>Le risque c'est simple, perte totale partielle ou récupération intacte de la mise ou plus-value.</i>
<i>Invest7</i>	<i>J'investis en connaissance de cause, je sais que si je mets x milliers d'euros je peux ne plus les revoir. C'est quand même très risqué.</i>
<i>Invest6</i>	<i>C'est simple, on sait qu'on peut tout perdre. Ce qu'on investit on peut perdre donc c'est assez clair.</i>
<i>Invest5</i>	<i>Pour moi le risque il est très élevé. Pour moi tout investissement est risqué, l'immobilier c'est risqué, et l'Equity crowdfunding est encore plus risqué.</i>
<i>Invest4</i>	<i>Risque majeur, risque de perte totale d'argent pour moi, c'est le risque principal.</i>
<i>Invest3</i>	<i>Le risque c'est de comprendre que l'argent qu'on investit on peut-être le perdre définitivement.</i>
<i>Invest2</i>	<i>Pour moi c'est un risque maximal, il n'y a pas plus gros risque.</i>
<i>Invest1</i>	<i>Je sais que le risque est total, et je l'accepte. Je sais que je peux perdre la totalité de ce que j'ai investi.</i>
<i>Invest13</i>	<i>Le risque il est de perdre son investissement.</i>
<i>Invest12</i>	<i>Le risque, ça va être un risque en capital. Quand on investit sur ce genre de projet, on est certain d'avoir une malchance de perdre la totalité de son capital.</i>

<i>Invest11</i>	<i>Le risque c'est que je perde tout mon argent. Voilà !</i>
<i>Invest10</i>	<i>J'ai conscience que j'ai un risque de perte en capital total sur chacun des placements</i>

2.4.1.2 L'accoutumance aux risques financiers

La connaissance des risques liés aux titres financiers en actions rend le marché de l'ECF familier aux yeux de ses investisseurs. En effet, plusieurs des *crowdfunders* particuliers ont déjà investi sur d'autres marchés proposant des titres financiers en actions. À ce propos, *Invest1* déclare :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest1</i>	<i>Je suis investisseur depuis quatre ans, je travaille dans la trésorerie d'entreprise et suite à une longue maladie, pour m'occuper j'ai cherché à diversifier mes investissements. Avant j'avais des investissements assez classiques : PEA, livret, etc. Je voulais un peu voir ce qui existait sur le marché en tant qu'investisseur et c'est là que j'ai connu le Crowdfunding</i>

Autrement dit, lorsqu'on est habitué à rencontrer un risque on finit par l'intégrer dans nos habitudes et ce dernier devient familier (Hergon et *al.*, 2004). Certains investisseurs de par leur métier sont accoutumés à ce type de risque qui fait partie intégrante de leur quotidien, comme pour *Invest2* :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest2</i>	<i>Investisseur opportuniste à titre personnel, qui ne recherche que des opportunités, que des grandes stratégies d'investissement. J'ai des convictions fortes sur des dossiers, et ensuite je suis professionnel de l'investissement en tant que conseiller en investissement financier il m'arrive de conseiller des clients dans leur investissement financier. C'est mon métier.</i>

2.4.2 Les investisseurs comprennent les difficultés des jeunes entreprises

Les investisseurs sont conscients des difficultés de l'entrepreneuriat et des difficultés des jeunes entreprises à lever des capitaux. Ils comprennent qu'ils sont face à de jeunes entreprises pour lesquelles il est difficile de se protéger. Raison pour laquelle ils réduisent leurs exigences quand il s'agit d'investir, *Invest1* :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest1

Mais je le sais. De toute façon, ce sont les règles. C'est normal, on travaille avec des startups. Je n'aurais pas le même discours sur les prêts aux PME, où là je trouve qu'il y a des choses qui sont inadmissibles. Mais sur l'Equity on travaille avec des startups, donc avec des sociétés qui n'ont pas de passé qui n'ont rien, et qui ont simplement une équipe et une idée. Donc, non je ne suis pas protégé et je ne demande pas à être protégé, je ne vois pas comment on pourrait nous protéger, après ce ne serait plus de l'Equity.

2.4.3 Le partage du risque

Pour les investisseurs, le partage du risque avec d'autres acteurs réduit la perception qu'ils ont du risque. En effet, le fait de savoir que le risque est partagé avec le porteur de projet est rassurant pour l'investisseur comme le dit *Invest7* :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest7

Mais j'essaye de me rassurer en me disant comme les fondateurs sont parties prenantes de la société, eux aussi sont impliqués pleinement dans la société, et donc ils recherchent aussi la rentabilité du projet et une bonne sortie. Ils s'investissent pleinement dans le projet, c'est ça qui me rassure.

De plus, certaines plateformes affirment investir aux côtés des investisseurs (voir Figure 28). C'est une action qui vise à montrer leur implication et leur soutien dans la réalisation d'un projet. Cela vise également à montrer aux investisseurs qu'ils sont accompagnés, que le

risque est partagé et que la plateforme croit aux projets. D'ailleurs, la plateforme d'ECF Happy-capital le souligne clairement sur son site Web comme le montre la figure ci-dessous.



Figure 28. Happy-capital partage les risques avec les investisseurs

Source : Happy capital⁵³

C'est une action qui réconforte certains investisseurs. De plus, c'est un signal positif pour les investisseurs. Une preuve que la plateforme a mené une due diligence profonde et de fait, est prête à soutenir un projet qu'elle estime porteur.

2.4.4 Investir dans un projet à impact positif pour la société

L'objet du projet peut être de nature à occulter le risque auquel s'exposent les *crowdfunders*. Certaines motivations soulevées par les investisseurs particuliers trouvent leur source dans la volonté de contribuer à la réalisation d'un projet à impact positif pour la société. Ils sont parfois des défenseurs de causes. On note chez eux une volonté d'aider, une volonté de voir réussir un projet qui apporterait une solution aux problèmes environnementaux, sociétaux, médicaux, etc. Ces motivations prennent le dessus sur le risque, ou le gain. Ils n'hésitent pas à investir dans des entreprises qui partagent leurs valeurs quitte à perdre le capital investi.

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest2

Oui, transition énergétique. Parce que je pense que techniquement c'est extrêmement profond, il y a beaucoup à faire. On est très en retard.

⁵³Happy capital. <https://www.happy-capital.com/> [consulté le 22/06/2021]

<i>Invest4</i>	<i>C'est-à-dire mon objectif de gagner de l'argent n'est pas un objectif. Si j'en gagne tant mieux, le but quand j'investis c'est deux choses : faire en sorte que ça va créer du travail en France, ça, c'est une partie de mon éthique, c'est pour ça que je parlais justement tout à l'heure des travailleurs pauvres. Je pense qu'avoir des startups en France c'est bien, parce que c'est des idées innovantes c'est du travail pour demain. Et la deuxième chose, c'est favoriser un certain nombre d'entreprises qui vont proposer quelque chose autour de l'environnement, autour de la santé, autour de l'alimentation, autour des énergies renouvelables. Donc pour faire en sorte que la planète se porte mieux demain.</i>
<i>Invest6</i>	<i>Une société qui agit négativement dans tout ce qui est social, humanitaire ou, etc. bien sûr que je ne vais pas dessus. On va dire une société comme total vu ce qui a pu se faire dans le passé ne va pas m'attirer. C'est vrai que les aspects négatifs au niveau social, si on entend beaucoup de choses : des licenciements ou des problèmes écologiques, environnementaux, etc. c'est des informations qui vont me faire dire non je n'investirai pas.</i>
<i>Invest9</i>	<i>De temps en temps, je vais également investir dans quelque chose qui me tient à cœur sans chercher forcément à faire du bénéfice ou avoir des intérêts.</i>

2.4.5 Les investisseurs prennent des risques mesurés

Les *crowdfunders* estiment allouer à l'ECF une petite partie de leur épargne qu'ils sont prêts à perdre. Pour eux, le risque qu'ils prennent en investissant est minime, donc mesuré au regard de la valeur investi. L'ECF est pour beaucoup d'investisseurs le moyen de diversifier leur épargne. Ils voient dans cette forme d'investissement le moyen de faire de simples placements, qui viendront compléter leurs portefeuilles d'investissement.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest5</i>	<i>Je n'investirai pas plus que je suis prêt à perdre. Ça va me faire vraiment râler si je le fais. Ça veut dire que je n'aurais pas été bon dans mes choix. Et de deux, j'aurais perdu de l'argent. Et de trois, en plus ça veut dire que les produits dans lesquels je croyais n'ont pas pu aboutir.</i>
<i>Invest6</i>	<i>C'est la raison pour laquelle j'investis le minimum qui est demandé par les plateformes.</i>

<i>Invest9</i>	<i>Ne pas investir de grosses sommes, seulement investir des sommes que je peux perdre</i>
----------------	---

Par ces petits placements, ils estiment que le risque peut être pris sans regret. Ils appliquent la règle qui stipule qu'il ne faut investir que le montant qu'on est prêt à perdre comme le dit *Invest1*.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest1</i>	<i>Et d'ailleurs il y a une phrase que l'on dit toujours et je suis pour à cent pour cent, il faut investir en Equity que de l'argent dont on n'en a pas besoin.</i>

2.5 L'utilité de la foule d'investisseurs sur le marché de l'Equity crowdfunding

La foule d'investisseurs présente en ECF constitue une source d'informations et d'avis parfois très utiles à la prise de décision. Cette foule d'investisseurs est définie par Thies et al. (2019, p. 1379) comme « l'ensemble des personnes physiques prenant part aux campagnes de financement ».

2.5.1 La foule comme source d'informations

Les commentaires de la foule sont une source d'informations afin de répondre à des questions auxquelles certains n'y avaient pas pensé. Pour la plupart des investisseurs, la foule dans laquelle ils évoluent leur est utile. En effet, ces derniers se réfèrent aux autres *crowdfunders* pour mieux comprendre les projets. Cela à travers les questions et l'expérience des autres. Pour *Invest7* et *Invest8*, les questions des autres investisseurs leur ont permis de mieux cerner un projet et de se remettre en question sur certains éléments.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest7</i>	<i>La plupart des commentaires sont pertinents parce que je n'ai pas toute l'expertise dans le domaine de la société. Par exemple quand j'investis dans des Biotechs, ou dans des produits industriels, il y a des questions auxquelles je n'avais pas pensé. Donc ça complète de façon pertinente mes recherches.</i>

<i>Invest8</i>	<i>Je dirai que c'est quand même important. Je vais vous dire un truc : c'est que des fois, moi il m'est déjà arrivé de voter sur un projet et puis en regardant les questions des autres personnes effectivement les réponses qui ont été apportées ont levé certains doutes. Oui effectivement c'est important. Ça peut être des choses auxquels on peut dire stop parce qu'on est un peu trop frileux, et on se dit non, son projet il est bancal, et puis il y a quelqu'un qui pose la question et puis le projet il n'est plus si bancal que ça.</i>
----------------	---

2.5.2 La foule comme aide à la prise de décision

Cependant, tous les commentaires n'ont pas la même valeur aux yeux des investisseurs. Certains investisseurs ne se fient qu'aux commentaires des personnes ayant une longue expérience sur la plateforme. Ils déterminent l'expérience des autres par le nombre d'investissements que ces derniers ont déjà eu à réaliser sur la plateforme. Sur certaines plateformes à l'instar de Wiseed, lorsqu'on est investisseur, on a la possibilité de voir le nombre d'investissements qu'ont réalisés les autres. Aussi, les investisseurs prêtent attention à certains membres assez actifs qui se sont fait remarquer par la qualité de leurs interventions au fil des années et à leur longévité sur la plateforme. Pour *Invest5* par exemple :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest5</i>	<i>Ça va vraiment dépendre de l'investisseur. Chez Wiseed, quand quelqu'un demande ou commente quelque chose il y a son nom qui s'affiche et il y a le nombre d'investissements qu'il a réalisé. Si je vois que c'est quelqu'un qui est assez expérimenté, je vais prêter un peu plus attention à ce qu'il dit, aux questions qu'il formule, que quelqu'un qui a zéro investissement ou un ou deux investissements. Je considère qu'ils sont moins expérimentés et que de temps en temps je considère qu'il s'est inscrit sur la plateforme uniquement pour soutenir ou au contraire pour nuire à l'entreprise. Par contre, quelqu'un qui a beaucoup investi, en général les questions qu'il pose sont très pertinentes et là je vais les considérer. Il va soulever de vrais problèmes, de vraies questions. Après de temps en temps dans le vocabulaire utilisé par certains investisseurs on sent qu'ils connaissent bien le marché dans lequel évolue l'entreprise en financement. Pareil, si on a un vocabulaire de ce genre ça va attirer mon attention et je vais considérer les réponses. Et c'est vraiment une aide à la prise de décision ».</i>

L'illustration la plus parlante concerne *Invest8*. Ce dernier suit un investisseur référent. Cet investisseur référent nous l'avons également interviewé. C'est *Invest3*. Nous l'avons

souvent rencontré sur divers sites internet quand nous étions en train de constituer notre panel. Il est très présent et actif sur les forums qui sont en lien avec l'investissement dans de jeunes entreprises. Il est également présent et actif sur le réseau social professionnel LinkedIn. Pour *Invest8*, c'est un investisseur averti qui le rassure lorsqu'ils se retrouvent tous deux hasardeusement à investir sur un même projet. *Invest8* mentionne que :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest8

Il y a une personne que j'aime bien sur la plateforme Wiseed. C'est un autre investisseur que j'ai découvert sur les réseaux sociaux, il s'appelle Invest3. Je trouve qu'on est proche au niveau des idées. Des fois, ça peut être rassurant d'avoir une opinion qui converge dans son sens quoi. Dans le sens où après que la levée de fonds soit bouclée, des fois on peut avoir des doutes et je sais qu'avec Invest3, il est vraiment rassurant.

Enfin, *Invest4* a catégorisé différents types d'investisseurs en fonction de leurs commentaires. Pour lui également tous les commentaires ne se valent pas. Car, il y a derrière ces commentaires des personnes qui interviennent avec des intentions différentes. Il les catégorise ainsi (les copains des fondateurs, ceux qui sont contre tout, les anciens) :

Investisseurs

Verbatim de l'investisseur

Invest2

*Il y a trois types de gens qui se baladent sur les forums. Il y a **les copains des fondateurs** qui essaient de mettre de bons points pour enrichir, pour ceux-là c'est assez rapide à détecter, ceux-là je ne les écoute pas trop, c'est sympa d'avoir des copains, mais c'est tellement gros que... c'est bien, mais ils n'ont pas d'influence pour moi. Il y a **ceux qui sont contre tout**, alors de temps en temps, il faut vaguement parcourir pourquoi ils sont contre, mais en général si on cherche bien, ceux qui sont contre les idées la plupart c'est qu'ils sont dans la concurrence, donc que je m'en méfie finalement ils n'ont pas une vision [...] il se trouve que sur Wiseed je suis un investisseur premium voit les quantités d'investissement que ces gens on fait. Il y en a plein là-dedans qui veulent faire croire qu'ils y connaissent quelque chose, mais ils ne connaissent rien. Et ceux que j'ai repérés, il y en a **une dizaine qui est là depuis très longtemps**, qui ont comme moi cinq ou six ans d'ancienneté qui ont comme moi une quarantaine et plus de souscriptions et là il y a une vraie recherche. Leurs questions vont être pertinentes et c'est celles-là qu'il faut essayer de trouver. Donc en fait je vais lire un certain nombre de commentaires de personnes que je trouve fiable ».*

2.5.3 Les commentaires et avis des autres ne leur sont pas utiles

Pour d'autres investisseurs, les commentaires des autres ne leur sont pas utiles. Ils ne les suivent pas ou ne les prennent pas en considération. Pour *Invest9* par exemple, il a peur de se faire influencer par les avis et commentaires des autres et évite de les lire :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest9</i>	<i>Honnêtement, je ne les regarde pas. Je me fie à moi-même, je ne regarde pas les commentaires des autres investisseurs. Parce que, j'ai peur qu'ils me guident dans un certain sens et que je n'écoute plus mon moi intérieur. Et que je me fie plus à leurs commentaires. Je préfère vraiment être focalisé sur mon avis et ne pas avoir un avis extérieur.</i>

Cependant, il faut marquer une différence entre les commentaires qui peuvent avoir un caractère subjectif ; et ceux qui aident à enrichir la connaissance des investisseurs sur le projet. C'est dans ce sens qu'*Invest2* souligne que :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest2</i>	<i>Les commentaires des autres investisseurs c'est leur problème, ce n'est pas le mien. Je ne me fie pas du tout aux commentaires des autres investisseurs, pas du tout. À leurs questions, parfois je me m'intéresse à leurs questions, ils ont des questions intéressantes, mais les commentaires pas du tout. »</i>

2.6 L'équipe dirigeante, principal élément dans la recherche d'informations

Dans nos résultats d'entretiens, 9 investisseurs sur 17 ont mentionné le dirigeant et l'équipe comme un élément essentiel dans leur décision d'investissement. Dans leur recherche d'informations, les investisseurs écument internet et les réseaux sociaux professionnels pour avoir des informations sur les porteurs de projets et sur leur passé. Pour certains investisseurs, le porteur de projet est un élément essentiel, voire la pièce maîtresse dans la réussite du projet comme le souligne *Invest3*. Ainsi ses succès et ses échecs sont scrutés (*Invest8*, *Invest1*, *Invest4*), la confiance qu'il(s) inspire (nt) à travers leur pitch (*Invest12*) :

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest3</i>	<i>La confiance est plutôt dans l'équipe qui porte le projet qu'en soi même, donc il faut se montrer convaincu par le projet et par l'équipe qui porte le projet. C'est surtout ça qui fera au final l'investissement.</i>
<i>Invest12</i>	<i>J'écoute le fondateur, et si le fondateur me plaît, j'en parle également à droite à gauche de la société notamment à la plateforme pour avoir leur point de vue et j'investis</i>
<i>Invest8</i>	<i>Après enfin, il y a les réseaux sociaux notamment LinkedIn qui permet aussi de voir la compétence des dirigeants. Pour voir ce qu'il a fait auparavant. Parce que si le monsieur a déjà planté deux ou trois entreprises je ne vois pas tellement l'intérêt de lui donner un autre billet si c'est pour qu'il se replante une nouvelle fois.</i>
<i>Invest1</i>	<i>D'abord, je regarde les équipes, j'essaye de voir sur les réseaux sociaux, sur LinkedIn sur Viadeo, leur parcours, sur ce qu'ils ont fait pour me donner une idée de l'équipe. Ça, c'est important parce que c'est l'homme quand même qui porte le projet donc si vous avez une très bonne idée, et des gens qui ne tiennent pas la route, ce n'est même pas la peine. Ça, c'est ma première approche.</i>
<i>Invest4</i>	<i>Je vais chercher les fondateurs sur les réseaux sociaux LinkedIn s'ils y sont. Et s'ils n'en ont pas, je leur pose la question pourquoi ils ne sont pas sur ce réseau qui est quand même le réseau où tout le monde est. Et c'est exceptionnel qu'ils ne soient pas dessus, mais ça arrive de temps en temps qu'il y ait peu de traces.</i>
<i>Invest5</i>	<i>Le CV des dirigeants, des entrepreneurs c'est hyper important. Savoir qu'est-ce qu'ils ont fait, quelles sont leurs expériences passées.</i>

2.7 Les investisseurs perçoivent les plateformes d'Equity crowdfunding à travers un lien de confiance et d'influence

En excluant les relations contractuelles qui lient les plateformes d'ECF aux *crowdfunders*, ces derniers entretiennent une relation de confiance avec plateformes d'ECF, mais se sentent également influencés par elles.

2.7.1 La confiance, un lien essentiel entre les plateformes et les investisseurs

Pour certains investisseurs, la confiance en leur plateforme est importante lorsqu'ils décident d'investir. Devant la multitude de plateformes qui existent, les investisseurs ont besoin d'être en confiance. Raison pour laquelle certains d'entre eux restent fidèles à leurs plateformes. Plusieurs facteurs concourent à créer ce lien de confiance entre les plateformes et les investisseurs.

L'ancienneté des plateformes. Pour certains, une plateforme qui a plusieurs années d'ancienneté est une plateforme qui a de l'expérience et qui a su développer des stratégies de résilience alors que d'autres plateformes ont fait faillite. Les deux grandes plateformes d'ECF Anaxago et Wiseed jouissent d'une bonne confiance chez certains investisseurs de notre panel du fait de leur ancienneté.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest12</i>	<i>Je ne vais pas investir dans une plateforme dans laquelle je ne crois pas. [...] Je leur fais confiance parce que je les connais (Anaxago) depuis 7 ans.</i>
<i>Invest6</i>	<i>Je fais assez confiance aux plateformes dans le sens où ce sont des plateformes qui ont fait leurs preuves ces dernières années, donc qui ont une certaine expérience maintenant.</i>
<i>Invest5</i>	<i>Une plateforme qui existe depuis plusieurs années déjà, on n'a un peu plus confiance.</i>

L'expertise des plateformes est un élément essentiel pour la confiance chez les investisseurs. Ces derniers mesurent l'expertise des plateformes par la qualité et le type de projets qui leur sont présentés ; par la qualité des due diligences menées, et des informations qui sont divulguées par la suite ; enfin, par les sorties positives qu'a eu une plateforme depuis sa création.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
Invest12	<i>Je fais plutôt confiance aux analyses des plateformes [...] et donc j'ai vraiment confiance en leur processus de sélection. Si je parle par exemple d'Anaxago, la plateforme dans laquelle j'ai le plus investi, comme je vous l'ai dit je la connais depuis 7 ans. Je vois comment elle fonctionne. Je vois comment sont leurs processus d'investissement et d'analyse de projets, les dues diligences qu'elles peuvent mettre en place et une évolution des sorties de ces sociétés, c'est dans ce sens que j'ai confiance.</i>
Invest13	<i>Et je me base beaucoup sur le fait que je sois actionnaire d'Anaxago. Je suis relativement proche des fondateurs de la société et donc souvent quand j'ai un doute je passe par leur expertise pour avoir un petit avis sur les projets qui rentrent.</i>
Invest5	<i>J'ai confiance au travail d'analyse en amont de la plateforme, dans le sens où je pense qu'ils font quand même un travail de sélection en amont qui est important. Je dirai même qu'ils font plus de la moitié du travail. Après il y a quand même un rôle à jouer chez nous.</i>
Invest9	<i>Pour ma part, ils font quand même un bon travail d'analyse. Parce qu'ils reçoivent je ne connais pas exactement les chiffres, mais des dizaines et des dizaines de projets. Par exemple sur 15 projets ils en choisissent que 2 ou 3. Je trouve que déjà ça, c'est une belle marque de professionnalisme de ne pas proposer de projets inintéressants et qui ne pourraient pas fonctionner aux investisseurs.</i>

2.7.2 L'influence des plateformes combinée à la confiance pousse à un comportement de suivisme

On constate qu'en plus de la relation de confiance qu'entretiennent les investisseurs avec leurs plateformes, il existe une influence venant des plateformes qui pousse les *crowdfunders* vers une tendance de suivisme envers les plateformes.

Plusieurs éléments d'influence sont nommés par les investisseurs. Sur certaines plateformes à l'instar de Wiseed, il existe une appréciation qui est faite par cette dernière sur la qualité des projets. Aussi, les investisseurs reçoivent des appels téléphoniques, ou des messages dans leurs boîtes mail provenant des plateformes sur des projets en cours de financement qui pourraient leur plaire. Tous ces éléments sont de nature à emmener les investisseurs à s'intéresser à des projets. Par ces démarches, les investisseurs se sentent ainsi influencés par les plateformes à participer à des campagnes d'investissement. Cette influence est de nature à créer un comportement de suivisme chez les investisseurs.

La confiance et l'influence que ces plateformes exercent sur les investisseurs particuliers engendrent une forme de laxisme chez ces derniers. Ce laxisme se manifeste par un comportement moins actif dans la recherche d'informations, les poussant à se reposer sur l'expertise des plateformes, avec pour conséquences chez les *crowdfunders* des choix d'investissement moins réfléchis.

Investisseur	Verbatim de l'investisseur
<i>Invest13</i>	<i>Oui, je pense que la plateforme influence mes décisions d'investissements. Souvent quand ils m'appellent pour parler d'un projet, je pense qu'ils y croient. Ils me contactent parce que je suis assez important comme investisseur chez eux.</i>
<i>Invest10</i>	<i>Je fais aussi pas mal confiance aux plateformes pour l'investissement. Parce que sinon, on se rend compte que si on se penche sur les projets sur lesquels on investit, ça prend énormément de temps (recherche d'informations). Donc quelque part il y a aussi une part de confiance.</i>
<i>Invest6</i>	<i>C'est dans leur intérêt, si elle présente le projet c'est qu'elles misent dessus. Elles vont être rémunérées par la société et les investisseurs donc elles ont tout intérêt à ce que les investisseurs investissent. Donc à mon avis je pense qu'il y a une petite influence de la part des plateformes pour qu'on y souscrive.</i>
<i>Invest5</i>	<i>Un petit peu oui, ils influencent. C'est leur métier. On reçoit des newsletters, etc. Qui disent voilà un projet super innovant dans tel secteur et qui est vendeur en plus. Là ils influencent, ils attisent notre curiosité.</i>
<i>Invest12</i>	<i>Je ne pense pas que lorsqu'on passe par une plateforme on soit obligé d'avoir des compétences spécifiques pour investir dans ce type de marché. Parce que vous avez déjà une étude, une préétude qui est faite par la plateforme de Crowdfunding ça c'est le premier point.</i>
<i>Invest4</i>	<i>C'est une bonne question parce que je n'ai jamais réfléchi. Alors la présentation de la plateforme sur Wiseed il y a une espèce de petit truc avec le vote. Le système de vote avec la toile d'araignée je trouve que c'est assez influençant. Évidemment, la façon dont c'est présenté ça va jouer aussi.</i>

2.8 Manque de maturité et asymétrie d'informations sur le marché de l'Equity crowdfunding

Nous constatons à travers nos entretiens que le manque de maturité et l'asymétrie d'informations provenant des entreprises en financement sont des éléments ressentis par les investisseurs. En comparant L'ECF avec le Crowdlending, Invest2 souligne que :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest2

Le crowdequity est rarement sur des projets matures. On est très souvent en Early stage [...] c'est très simple en Lending on a des sociétés beaucoup plus matures, donc comme c'est la maturité des sociétés qui m'intéresse. C'est beaucoup plus facile à analyser.

En effet, les jeunes entreprises en ECF n'apportent pas suffisamment d'éléments solides et concrets pour évaluer l'évolution de l'entreprise. Les investisseurs ont tendance à exclure de leur analyse l'historique financier qu'ils estiment non pertinent au regard de la jeunesse des entreprises comme le soulignent Invest3 et Invest1 :

Investisseur

Verbatim de l'investisseur

Invest3

En général, les startups qui se financent sur l'Equity crowdfunding sont en early stage. À cet instant-là l'aspect financier il est encore très vague et très flou. Je veux dire un business plan sur cinq ans ça ne sert à rien. C'est purement aléatoire. Ça ne sert à rien dans la mesure où on ne sait pas encore où on sera dans six mois ou un an. Donc, faire des prévisions à trois ou à cinq ans c'est presque illusoire. C'est pour ça que l'aspect financier ce n'est pas quelque chose que je regarde.

Invest1

Par contre, on investit dans les startups dont la partie financière des investissements est nulle, presque nulle parce que ce sont toutes des entreprises qui démarrent dont on ne pas se baser sur des clients des choses comme ça.

Ces premiers résultats viennent enrichir nos connaissances sur la perception des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'ECF. Ces résultats seront interprétés conjointement avec la deuxième étude dans le dernier point de ce chapitre. Néanmoins, nous pouvons déjà souligner que l'intérêt des investisseurs particuliers pour le marché de l'ECF

réside dans les solutions positives que ce marché apporte au tissu économique français. À travers le financement de projets innovants, et la possibilité qu'il donne aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles d'actifs. Aussi, nous constatons que la confiance joue un rôle important dans les interactions entre les investisseurs, les plateformes d'ECF et les porteurs de projets. Enfin, l'attitude de certains investisseurs interrogés laisse présager d'une forte subjectivité ; quant à leur choix d'investissement, à l'appréciation qu'ils ont de leurs compétences et à aux analyses qu'ils ont du marché de l'ECF.

3. Méthodologie de recherche : étude exploratoire 2

Nous présentons ici la méthodologie qui a soutenu notre deuxième étude exploratoire. Nous rappelons que cette étude est guidée par la question de recherche suivante : ***sur quels critères les investisseurs particuliers fondent-ils leurs décisions d'investissement ?***

3.1 Internet comme source de collecte de données secondaires

Afin de consolider notre première étude exploratoire, nous avons mené une deuxième étude. Nous avons extrait des données secondaires de la plateforme d'ECF Wiseed. La méthode de collecte de données utilisée est la netnographie décrite par Bernard (2004, p.4) : « La netnographie est une méthode d'enquête qualitative qui utilise Internet comme source de données en s'appuyant sur les communautés virtuelles de consommation. Elle analyse essentiellement – mais pas uniquement – les actes communicationnels des membres d'une communauté virtuelle de consommation en cherchant à leur donner sens. Ces actes peuvent prendre la forme d'envois de courriers électroniques, de messages postés sur un forum, de répliques échangées dans un chat, etc. » Bien que les données collectées soient textuelles, nous les avons analysées de manière quantitative. En effet, le logiciel Iramuteq que nous avons utilisé travaille de manière quantitative afin de fournir des relations statistiques entre les mots. Comme l'ont souligné Giordano et Jolibert (2016, p.2) « la recherche quantitative renvoie à des travaux dont les données sont statistiquement analysables ». Nous avons choisi de traiter ces données de manière quantitative à cause de la multitude de verbatim extraits (4 080 témoignages), avec pour objectif d'identifier des récurrences et d'établir des relations statistiques entre les mots ou les phrases.

3.2 Données secondaires extraites de la plateforme Wiseed

Nous avons choisi de collecter nos données secondaires sur la plateforme d'ECF Wiseed. Parce que c'est l'une des plus grandes plateformes d'ECF en France. Son ergonomie favorise les échanges entre les investisseurs, et sa communauté d'investisseurs est très active. La Figure 29 représente une capture d'écran de la plateforme Wiseed. On peut y voir une section LE PROJET qui décrit le projet de l'entreprise ; une section NEWS dans laquelle une entreprise a publié 102 informations à destination des investisseurs ; une section QUESTIONS qui contient 127 échanges entre les investisseurs les porteurs du projet et les membres de la

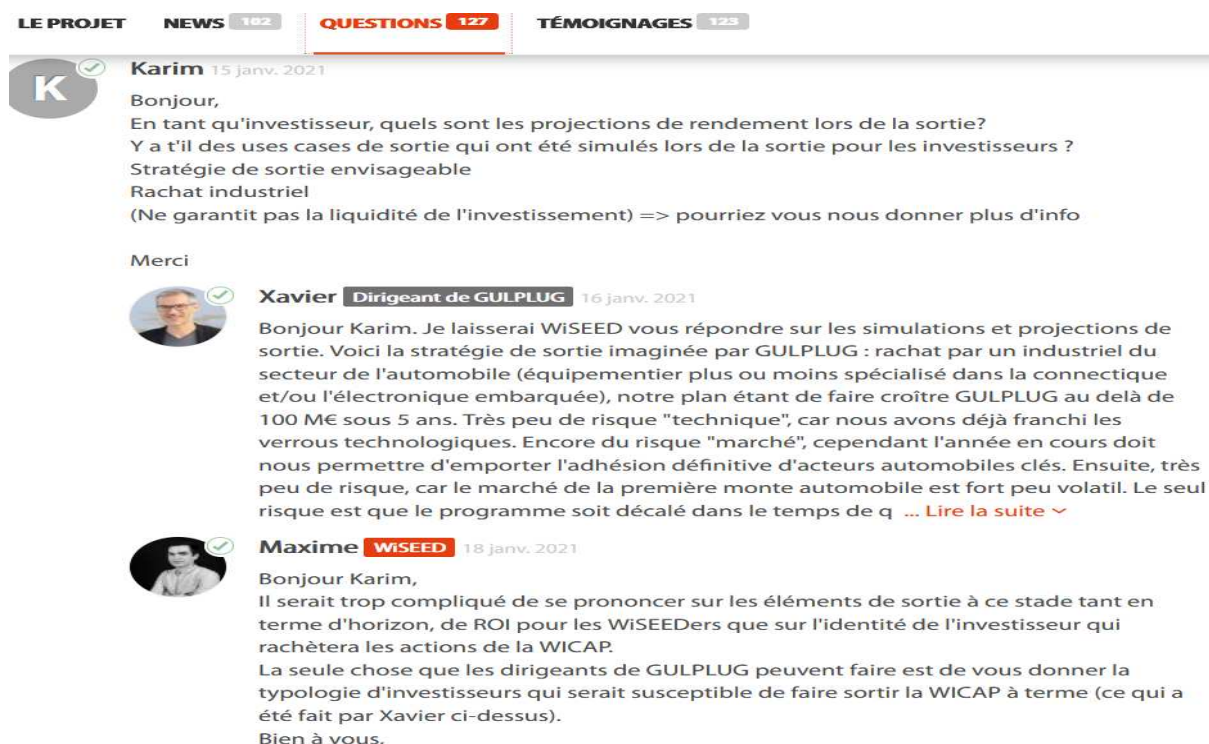
plateforme Wiseed ; et une section avec 123 TMOIGNAGES d'investisseurs qui viennent donner les raisons qui soutiennent leur choix d'investissement.

The screenshot shows the Wiseed platform interface. At the top, the logo 'WiSEED' is followed by navigation links: PROJETS, INVESTIR, LEVER DES FONDS, and VALEURS. On the right, there's a 'Devenir partenaire' link and a user profile icon 'J' with a notification bell. Below the navigation bar, a secondary bar shows statistics: 'En Vote' (9), 'En Financement' (7), 'Projets Financés' (410), and 'Sorties' (264). A third bar highlights 'LE PROJET' (selected), 'NEWS' (102), 'QUESTIONS' (127), and 'TÉMOIGNAGES' (123). The main content area features a project description for 'SELFPLUG' by GULPLUG, mentioning successful crowdfunding in 2017 and 2018. To the right, a red box states 'souscriptions terminées' (subscriptions ended) with 'Financé par 678 WiSEEDers'. Below this is a red button 'VOIR LES PROJETS EN COURS →'. At the bottom right, a 'Simulateur défiscalisation' (tax deferral simulator) shows a 100 € investment resulting in a -17 € tax saving on income tax.

Figure 29. Page de présentation des projets sur la plateforme Wiseed

Source : plateforme d'ECF Wiseed

Pour chaque projet sur la plateforme Wiseed, il existe deux espaces où les investisseurs peuvent s'exprimer (voir Figure 30). Le premier est l'espace « QUESTIONS » où les investisseurs posent des questions aux porteurs de projets et à la plateforme. Ils peuvent également répondre aux questions ou aux commentaires des autres investisseurs. C'est un espace d'échange où chacun peut interagir avec l'autre.



LE PROJET **NEWS** 182 **QUESTIONS** 127 **TÉMOIGNAGES** 123

Karim 15 janv. 2021

Bonjour,
En tant qu'investisseur, quels sont les projections de rendement lors de la sortie?
Y a t'il des usages de sortie qui ont été simulés lors de la sortie pour les investisseurs ?
Stratégie de sortie envisageable
Rachat industriel
(Ne garantit pas la liquidité de l'investissement) => pourriez vous nous donner plus d'info

Merci

Xavier **Dirigeant de GULPLUG** 16 janv. 2021

Bonjour Karim. Je laisserai WISEED vous répondre sur les simulations et projections de sortie. Voici la stratégie de sortie imaginée par GULPLUG : rachat par un industriel du secteur de l'automobile (équipementier plus ou moins spécialisé dans la connectique et/ou l'électronique embarquée), notre plan étant de faire croître GULPLUG au delà de 100 M€ sous 5 ans. Très peu de risque "technique", car nous avons déjà franchi les verrous technologiques. Encore du risque "marché", cependant l'année en cours doit nous permettre d'emporter l'adhésion définitive d'acteurs automobiles clés. Ensuite, très peu de risque, car le marché de la première monte automobile est fort peu volatil. Le seul risque est que le programme soit décalé dans le temps de q ... [Lire la suite](#) ✓

Maxime **WISEED** 18 janv. 2021

Bonjour Karim,
Il serait trop compliqué de se prononcer sur les éléments de sortie à ce stade tant en terme d'horizon, de ROI pour les WISEEDers que sur l'identité de l'investisseur qui rachètera les actions de la WICAP.
La seule chose que les dirigeants de GULPLUG peuvent faire est de vous donner la typologie d'investisseurs qui serait susceptible de faire sortir la WICAP à terme (ce qui a été fait par Xavier ci-dessus).
Bien à vous,

Figure 30. Espace question sur la plateforme Wiseed

Source : plateforme d'ECF Wiseed

Le deuxième espace est celui des « Témoignages ». Ici, les investisseurs viennent librement donner les raisons pour lesquelles ils ont investi sur un projet. Généralement, les témoignages commencent par : « *j'ai investi sur ce projet parce que...* ». Exemple de témoignages (voir Figure 31). Ce sont ces témoignages que nous avons extraits et analysés dans le cadre de notre deuxième étude.

La plateforme ne présente que les prénoms et les initiales des noms des personnes qui ont commenté. Il est donc impossible de connaître l'identité des personnes qui laissent les témoignages. Nous nous sommes contentés de recueillir ces témoignages sans recueillir les prénoms des personnes qui les ont laissés. Ces témoignages sont donc complètement anonymes.

Ces témoignages nous ont été utiles parce qu'ils présentent les critères des choix investisseurs engagés sur un projet. Dans notre volonté de mettre en évidence les critères de choix, cette source de données nous apporte des éléments très explicites.

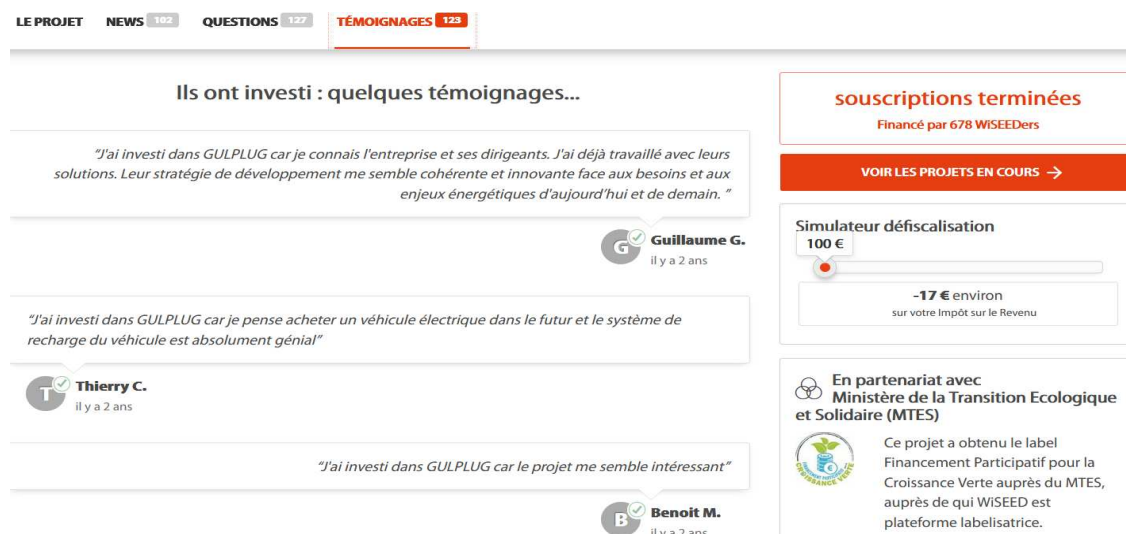


Figure 31. Espace témoignage sur la plateforme Wiseed

Source : plateforme d'ECF Wiseed

Pour récolter Témoignages, nous avons procédé par copier – coller. Nous avons pu récolter sur 51 projets différents financés en ECF sur la plateforme Wiseed, 4 080 témoignages cumulés sur 132 pages Word au format normal. Dans notre procédure d'extraction de données, nous avons veillé à diversifier les sources des témoignages en couvrant les entreprises de différents secteurs (santé, technologie, numérique, immobilière, etc.).

3.3 L'analyse des similitudes de nos données secondaires

À partir des travaux de Flament (1962 ; 1981) ; Vergès et Bouriche (2001) ; Degenne et Vergès (1973), Marchand et Ratinaud (2012, p.2) définissent l'analyse des similitudes comme : « une technique, reposant sur la théorie des graphes, classiquement utilisée pour décrire des représentations sociales, sur la base de questionnaires d'enquête ». Avec pour objectif « d'étudier la proximité et les relations entre les éléments d'un ensemble, sous forme d'arbres maximum [...] et permet de décrire des classes lexicales, des profils de spécificités ou même des corpus entiers ».

L'analyse des similitudes grâce au logiciel Iramuteq nous a permis de faire ressortir les raisons qui poussent les *crowdfunders* à investir sur des projets. En compilant et en analysant successivement nos corpus au fur et à mesure que nous les récoltions les données, nous avons commencé à constater une saturation des résultats à partir des données issus de 35 projets. Nous avons dès lors ajouté successivement 5 projets d'en moyenne 80 commentaires par projets. Jusqu'à atteindre 51 projets où à ce stade, nous ne constatons plus de changement dans nos résultats. Cette analyse de similitudes nous a permis d'étudier les relations entre différents mots afin de faire ressortir les éléments saillants qui soutiennent les décisions des investisseurs.

Il ne faut pas confondre les motivations et les critères d'investissement. Les critères sont soutenus par la recherche et l'analyse d'informations sur un projet, qui ont donné lieu à l'émergence d'éléments saillants qui ont conforté les *crowdfunders* à investir dans ce projet.

3.4 Traitement et épuration de notre corpus

Dans le but de ne faire ressortir que les mots soutenant ou justifiant les choix des *crowdfunders* sur l'ensemble des 51 projets, nous avons lors du paramétrage du logiciel exclu deux grandes catégories de mots.

La première catégorie de mots exclus est celle qui contenait les noms des entreprises qui étaient répétés plusieurs fois et les secteurs d'activités dans lesquels évoluent ces entreprises. Les mots comme : énergétique, renouvelable, écologique, électrique, etc. ont été exclus. De même que tous les noms des entreprises.

La deuxième catégorie de mots exclus est celle qui contenait des mots qui n'étaient pas suffisamment représentatifs statistiquement pour faire émerger des relations avec les autres mots.

L'amplitude des mots sélectionnés pour faire notre analyse des similitudes va de [Investir=3877 occurrences à intéresser=94 occurrences]. Le nombre d'occurrences élevé du mot investir se justifie par le fait qu'il est le mot le plus utilisé pour introduire les témoignages des *crowdfunders* : « j'ai investi parce que... »

Nous présentons sur la Figure 32 la capture de l'effectif des 5 premières formes de notre corpus. La Figure 33 est la capture des statistiques textuelles du corpus des témoignages analysés.

formes	eff 	
investir	3877	
projet	1212	
avenir	469	
développement	382	
entreprise	381	

Figure 32. Effectifs des 5 premières formes du corpus

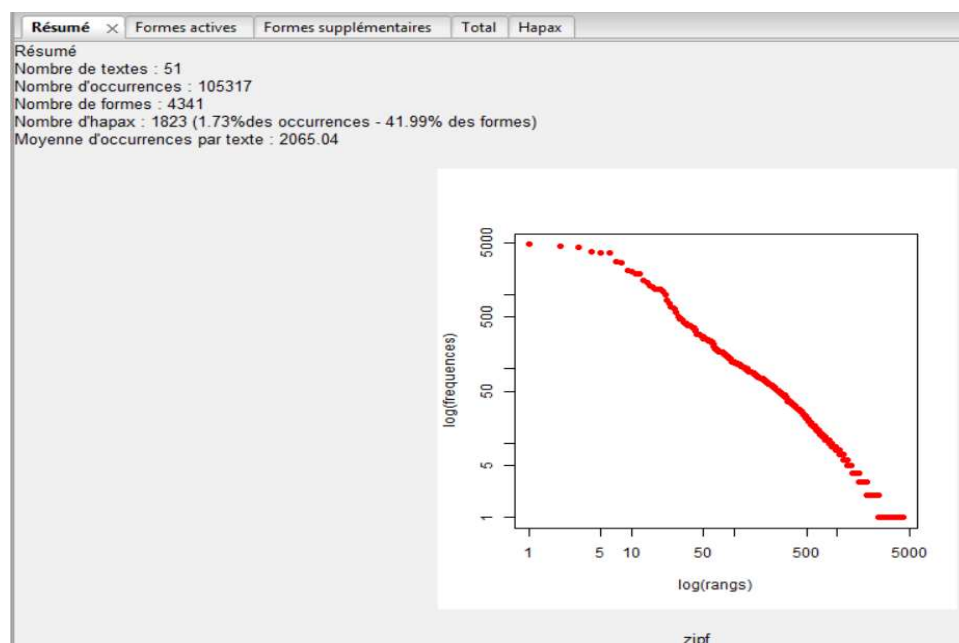


Figure 33. Statistiques textuelles du corpus de témoignages

Le corpus de témoignages a également été traité manuellement pour faire ressortir les verbatim soutenant les résultats, dont quelques-uns seront soulignés à la suite de chaque résultat.

4. Résultats étude exploratoire 2

La Figure 34 ci-dessous présente l'arbre des résultats issus de l'analyse des similitudes. Elle donne les grandes lignes qui seront développées dans cette partie. Nous rappelons que les résultats de l'étude 2 répondent à la sous question de recherche : ***sur quels les critères les investisseurs particuliers fondent-ils leurs décisions d'investissement ?***

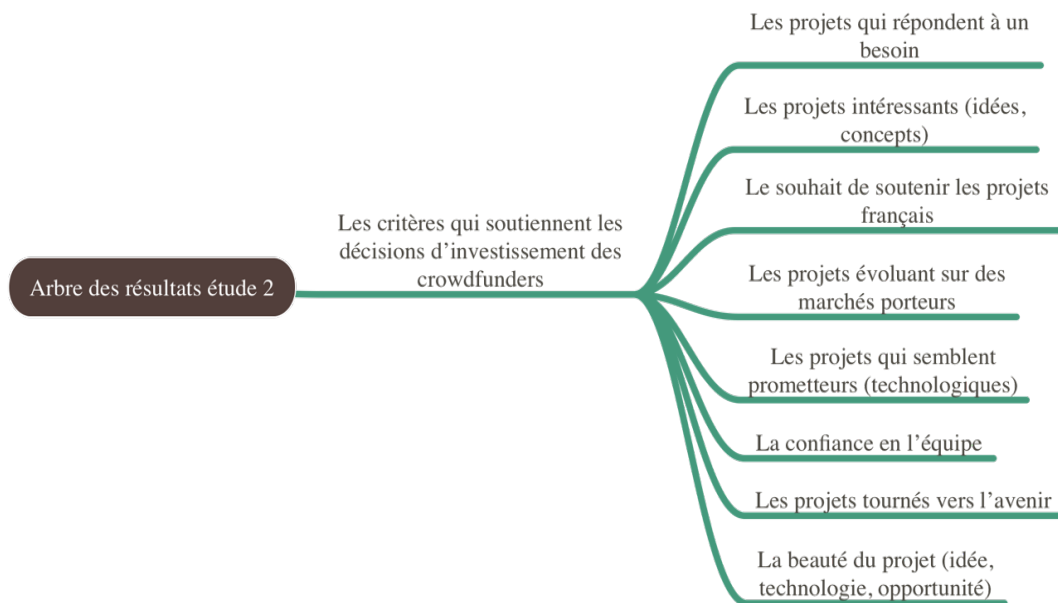


Figure 34. Arbre des résultats issus de l'analyse des similitudes du traitement des données secondaires

La Figure 35 ci-dessous présente 6 communautés de mots reliées entre elles. Les deux mots les plus représentatifs que sont : « Investir » et « Projet », se retrouvent dans la même communauté de mots. Parce que c'est du mot « Projet » que partent les différentes relations qui vont former les autres communautés. Le projet est ainsi au centre des témoignages des investisseurs. De cette analyse de similitudes découlent de fortes relations entre différents mots qui expriment les éléments soutenant la volonté d'investir dans des projets.

Les relations les plus faibles entre les mots n'ont pas été retenues pour être commentées (Marchand et Ratinaud, 2011). Seules les relations ayant une force de lien supérieur à 40 ont été sélectionnées. Cependant, une relation inférieure à 40 a été prise en compte, car elle est le prolongement d'une relation forte et marque la fin de cette relation : [sembler – prometteur = 103,46 ; prometteur-technologie = 20,27].

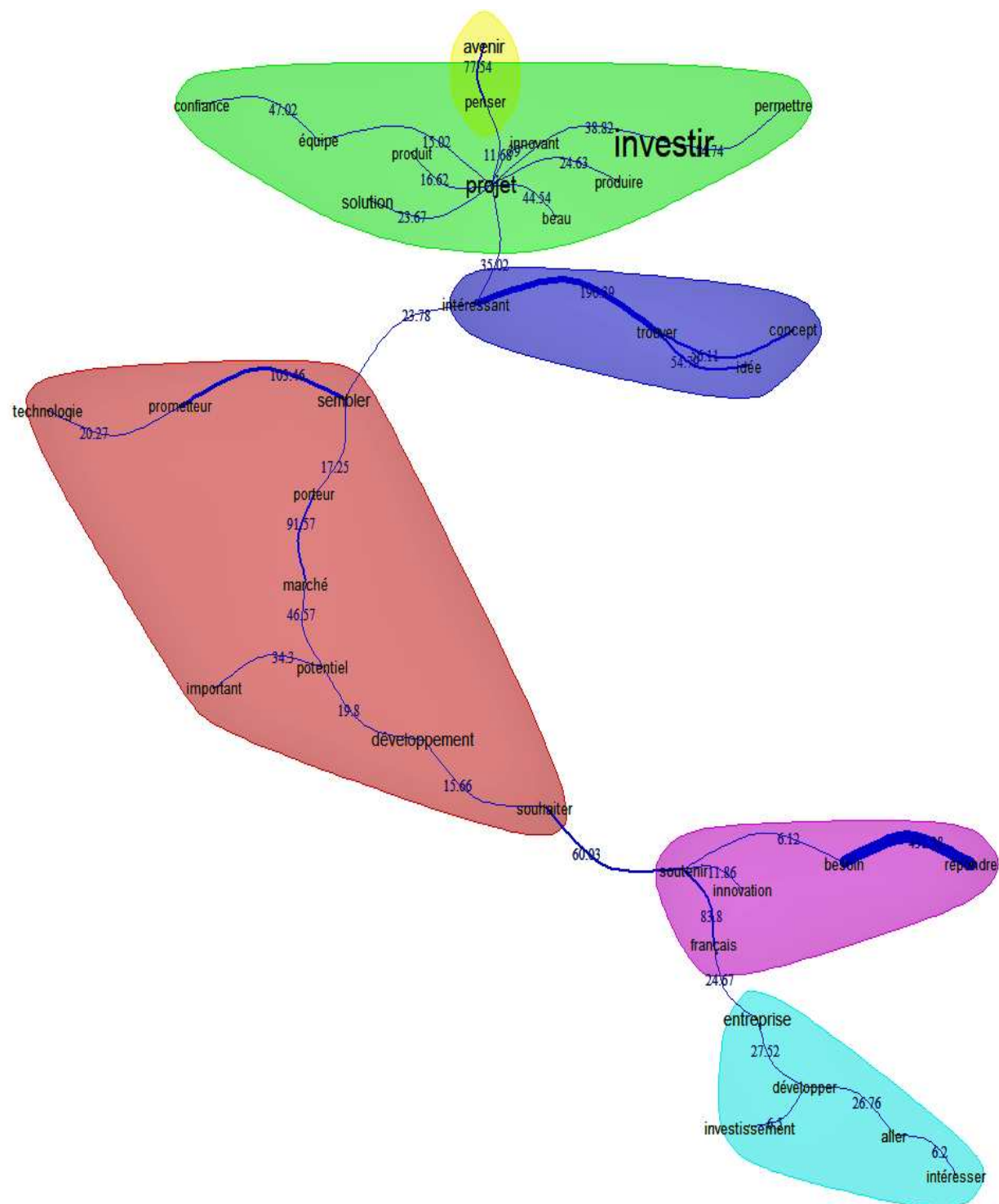


Figure 35. Analyse de similitudes issues de 4 080 témoignages obtenus sur 51 projets

4.1 Les projets qui répondent à un besoin

Les investisseurs en tant que potentiels consommateurs évaluent prioritairement les projets par leur capacité à répondre à des besoins. Sur la précédente figure, nous pouvons observer une forte relation entre [**Besoin – répondre = 431,28**] qui présente l'indice d'arrêt le plus élevé. Un projet ne saurait être porteur s'il n'apporte pas de solution à un besoin existant. Voici quelques verbatim :

- « *J'ai investi dans Sunibrain car l'idée est innovante et **répond à un besoin** réel dans un secteur d'avenir durable* ».
- « *j'ai investi dans Lattice Medical car cela me semble une technologie d'avenir pour **répondre au besoin** de nombreuses femmes mutilées par une chirurgie du sein* »
- « *J'ai investi dans Neolys diagnostics car **il répond à un besoin** de santé avec un marché certain l'équipe semble être diversifiée expérimentée et enthousiaste* »

4.2 Les projets intéressants

L'intérêt pour les investisseurs envers un projet joue un rôle essentiel dans leurs décisions d'investissement. Nous pouvons constater que la deuxième relation la plus forte de notre figure lie les mots [**trouver – intéressant = 196,39**]. Comme nous l'avons ressorti dans nos résultats d'entretiens, les investisseurs ont des secteurs d'investissement préférentiel, des problématiques ou des activités spécifiques qui les intéressent. Cet intérêt pour le projet prend sa source dans **l'idée** ou le **concept** lié à celui-ci. Dans notre graphique ces mots sont directement liés au mot intéressant par une force de lien presque similaire [**intéressant – idée = 57,79 ; intéressant – concept = 56, 11**]. Voici quelques verbatim :

- « *Le projet je le **trouve intéressant et éthique** j'ai envie de soutenir ce projet il sera très utile dans certaines zones du monde le secteur la technologie et l'équipe me font **m'intéresser** à ce projet* »
- « *j'ai investi dans Forest finance France, car je **trouve** le projet très **intéressant** il donne du sens à l'investissement* »
- « *j'ai investi dans Comwatt car j'ai **trouvé le concept intéressant*** »

4.3 Le souhait de soutenir les projets français

Il existe dans notre graphique une relation linéaire entre les mots [**souhait – soutenir – français**]. Nous avons également trouvé un résultat similaire dans nos entretiens (*chapitre 4 : 2.3.4*). Cette relation présente les indices suivants [**souhaiter – soutenir = 60,03 ; soutenir – français = 83,8**]. La volonté des *crowdfunders* est d'apporter leur soutien aux jeunes entreprises françaises et par ricochet à l'économie française pour un rayonnement international. C'est un élément moteur dans leur décision d'investissement. Voici quelques verbatim :

- « j'ai investi dans Cocolico pour **soutenir une industrie 100 % française** de vêtements de **qualité française** ainsi que pour la créativité »
- « j'ai investi parce que **je souhaite encourager les PME françaises innovantes** »
- « j'ai investi dans Sunibrain car la transition énergétique c'est maintenant et **je me fais un devoir moral d'y participer** et de faire en sorte que les **entreprises françaises soient dans la course** »

4.4 Les projets évoluant sur des marchés porteurs

Les investisseurs évaluent le potentiel du marché ciblé par l'entreprise en financement. La position de l'entreprise sur ce marché par rapport à ses concurrents, son innovation, son potentiel, ses clients et les perspectives d'évolution de ce marché sont pris en compte par les investisseurs. Nous observons sur le graphique une relation linéaire entre [**porteur – marché = 91,57 ; marché – potentiel = 46,57**]. Il est important de souligner que la relation [**marché — potentiel**] renvoie à un marché qui a de l'avenir. La relation entre ces trois mots est significative dans la mesure où les investisseurs ne regardent pas seulement l'entreprise, mais également l'environnement dans lequel va évoluer cette dernière. Voici quelques verbatim :

- « j'ai investi dans Leko car je veux soutenir les entreprises innovantes sur **des marchés à fort potentiel futur** ».
- « j'ai investi dans Naoden car mon épargne va participer au développement de l'économie locale et car j'ai confiance dans la qualité du concept et dans **son positionnement sur le marché** »

- « *J'ai investi dans Antofenol car je crois en la portée du projet ainsi qu'à sa dimension écologique les perspectives de croissance semblent intéressantes et le marché peu concurrentiel* »

4.5 Les projets qui semblent prometteurs

Le verbe « sembler » de par sa définition renvoie d'emblée à une appréciation subjective. Dans cette étude, ce verbe fait référence à l'appréciation subjective des résultats obtenus par les investisseurs particuliers à la suite de leurs analyses. En analysant les projets au regard des informations disponibles, les *crowdfunders* particuliers essayent d'évaluer l'espérance de gain, les apports potentiels du projet pour la société, pour l'environnement ou encore l'évolution de l'entreprise. La combinaison linéaire des mots [**sembler – prometteur = 103,46 ; prometteur-technologie = 20,27**] montre que les investisseurs parient beaucoup dans la réalisation positive des projets technologiques. Voici quelques verbatim :

- « *j'ai investi dans Pragma Industries car cette société **semble en avance en rupture avec les technologies actuelles*** ».
- « *J'ai investi dans Tls Geothermics car **cette technologie me semble avoir un futur prometteur*** »
- « *j'ai investi dans Ween car ce me **semble** être une startup **pleine d'avenir** avec un projet cohérent.* »

4.6 La confiance en l'équipe

L'équipe qui porte un projet est l'un des éléments principaux sur lequel les investisseurs se basent pour prendre leur décision d'investissement. La confiance en l'équipe apparaît primordiale pour les investisseurs. Dans notre figure la relation entre les deux mots est [**confiance – équipe = 47,02**] est significative au sens de la littérature (cf. chapitre 2 : 3) qui parle du capital humain ; et de nos données d'entretien (cf. chapitre 4 : 2.6) sur l'équipe dirigeante. Voici quelques verbatim :

- « *j'ai investi dans Leko car **j'ai confiance en l'équipe** au développement de la maison individuelle en bois* »

- « j'ai investi dans Sunibrain car **je fais confiance à une équipe solide et expérimentée** dans un ai investi dans Eccity motorcycles car je suis séduit par son projet et **je fais confiance à l'équipe dirigeante** qui a réussi à assurer le développement de l'entreprise jusqu'ici marché très porteur »

4.7 Les projets tournés vers l'avenir

Les investisseurs mettent l'accent sur les projets innovants qui apportent une rupture avec ce qui est connu. Ces projets sont considérés comme tournés vers l'avenir. On observe ainsi une relation forte entre [**penser – avenir = 77,54**]. Le verbe « Penser » traduit ici la croyance qu'à un investisseur par rapport à un projet. Voici quelques verbatim :

- « j'ai investi dans Micronutris car cette société propose une **solution d'avenir** pour limiter l'empreinte environnementale de l'alimentation humaine »
- « j'ai investi dans Advansolar car ce type **d'énergie d'avenir** devient incontournable »
- « j'ai investi dans Tls geothermics car je **pense que c'est une des énergies d'avenir non polluante et bénéfique pour la planète** »

4.8 La beauté du projet

L'analyse de similitudes montre que les mots « Beauté » et « Projets » décrivent plusieurs états de choses en ECF. En effet, un projet paraît beau aux yeux des investisseurs s'il remplit certaines conditions subjectives. Nous observons une relation forte entre [**Beau — projet = 44,54**]. L'adjectif « Beau » dans les témoignages décrit de manière claire les éléments qui attirent l'attention des investisseurs particuliers ; en l'occurrence dans les verbatim ci-dessous nous avons : l'idée, l'opportunité, l'objet du projet. Voici quelques verbatim :

- « j'ai investi dans Leko car c'est une très **belle idée** alliance de la modernité de l'écologie et du bois un bon bol d'air frais »
- « j'ai investi dans Infinite Vision Optics car je crois au produit c'est une **belle avancée technologique médicale** »

- « j'ai investi dans Timetonic O Mailey car je pense que c'est une **belle opportunité** la société semble sur un créneau porteur »
- « j'ai investi dans Algo Paint car c'est un **beau projet** dans l'air du temps »

5. Interprétation des résultats des deux études

Dans notre démarche abductive, nous cherchons à interpréter ici nos résultats exploratoires à l'aune de notre revue de littérature. L'objectif est de présenter les éléments qui viennent enrichir la revue de littérature ou encore qui nécessitent d'être approfondis.

Nos premiers résultats ont permis d'observer que l'expérience professionnelle des investisseurs, ou leurs compétences ont un effet sur la manière dont ils abordent le marché. En effet, les investisseurs travaillant dans les domaines proches de la finance (banque, comptabilité, trésorerie, etc.) se sentent plus à l'aise et plus confiants que les autres dans leurs choix et dans la manière d'appréhender le marché. Ces investisseurs qu'on peut qualifier de « confiants » ne prennent pas en considération l'analyse ou les conseils d'autres acteurs. Ce résultat concorde avec celui de Manthé (2018) qui a été évoqué au chapitre 2 : 2.3. Cette dernière évoque « l'expertise subjective » de certains investisseurs, qui considèrent avoir les compétences nécessaires pour investir en ECF.

Nos résultats ont également fait émerger une catégorie d'investisseurs qu'on peut qualifier de « moins confiants ». Ces derniers se considèrent comme moins aguerris sur le marché de l'ECF. Toutefois, ils mènent beaucoup de recherche d'informations. C'est leur manière de combler leur manque d'expertise. Certains travaux à l'instar de ceux de Butticié et Vismara (2021), Ahlers et *al.* (2015) et (Bessière et Stéphany, 2015) considèrent les investisseurs moins confiants comme des investisseurs non-experts, au même titre que les investisseurs particuliers qui se prétendent experts. Cependant, ces travaux ne soulignent pas la recherche d'informations qui est faite par ces investisseurs moins confiants pour combler leurs lacunes.

La question de la perception du risque s'est ensuite posée. Nous avons soulevé quelques éléments qui sont de nature à réduire la perception du risque d'investissement en ECF chez les *crowdfunders* particuliers, ou qui contribuent à accepter le risque. Nous avons mis en évidence que la perception, la compréhension et l'acceptation du risque sont les premiers éléments soutenant l'investissement en ECF. En effet, si le risque est perçu comme trop négatif ou difficilement tenable, les motivations seront fortement affectées réduisant de fait la participation aux campagnes. En comprenant les difficultés des entreprises qui se financent en ECF, les investisseurs ont tendance à accepter les risques et à financer ces entreprises. Les risques encourus par les investisseurs sur ce marché ne sont pas nouveaux pour eux. Que ce soit

pour les novices ou les plus expérimentés en investissement, la grande majorité a déjà investi sur d'autres marchés financiers. Le facteur risque est déjà accepté intégré de manière naturelle dans les décisions des *crowdfunders*. Il y a là une familiarité à l'investissement qui concourt à l'acceptation des risques. Ce résultat vient enrichir la littérature en ECF. En effet, en dehors des motivations qui poussent les investisseurs à participer aux campagnes d'ECF, la littérature n'a pas souligné l'acceptation du risque et la familiarité à l'investissement comme potentiels antécédents à l'investissement sur le marché de l'ECF.

En ce qui concerne la communauté d'investisseurs qui gravite autour de ce marché, nous avons pu constater que certains investisseurs prennent pour références d'autres investisseurs qu'ils estiment expérimentés ou pertinents dans leur démarche. Ce résultat va en droite ligne avec ceux de Petit et Wirtz (2021) qui parlent de suivisme rationnel, dans lequel, la présence des experts dans une campagne est perçue comme un signal positif pour les potentiels investisseurs. Cela montre que certains investisseurs prennent le temps d'observer les autres investisseurs. Cette observation impacte la prise de décision, car elle pousse certains investisseurs à calquer leurs décisions sur le comportement d'autres investisseurs. Nous pouvons y voir le biais de suivisme souligné précédemment au *chapitre 3 : 6,2* par Astebro et al. (2019, juin) et par Zaggl et Block (2019).

Dans la relation plateformes-investisseurs, la confiance et l'influence sont des éléments qui impactent fortement les investisseurs. La confiance est de nature à rassurer les investisseurs. Elle intègre l'ancienneté et l'expérience des plateformes. C'est pour eux un gage d'assurance. Cependant, certains investisseurs se sentent influencés par les plateformes d'ECF. Ces investisseurs considèrent que les appels téléphoniques et relances, l'envoi de mails, etc. provenant des plateformes d'ECF, et relatifs au financement de nouveaux projets, sont des formes de pression qui influencent leurs décisions et leurs choix d'investissement. L'effet direct de cette influence chez les investisseurs se manifeste par des choix moins réfléchis qui dépendent de l'analyse et des conseils provenant des plateformes d'ECF. Ce résultat vient enrichir la littérature et place la confiance comme une variable affectant l'intention de participer aux campagnes d'ECF.

Nous avons établi dans la deuxième étude que l'analyse des projets et les choix des investisseurs particuliers s'appuient fortement sur leurs affinités vis-à-vis de certains projets (secteur, porteur du projet, nature du projet). Ces derniers veulent investir dans des projets qui leur correspondent d'un point de vue personnel ou éthique. Nous estimons que l'affinité qu'ont

les investisseurs vis-à-vis de certains projets, secteurs ou personnes est un biais comportemental qui n'a pas été mis en avant par la littérature en ECF. C'est un apport intéressant dans l'étude des choix et décisions des *crowdfunders*.

Nous avons constaté que les informations financières ne sont pas prises en compte de manière significative dans les critères d'investissement par les *crowdfunders*. Les résultats de l'analyse des similitudes des données secondaires nous le montrent bien. Aucun élément financier n'a soutenu directement la décision de participer à une campagne. Ce résultat concorde avec celui de Shafi (2021) qui souligne que les investisseurs ont du mal à évaluer les informations financières par manque de compétences. Par conséquent, les informations financières n'ont pas un poids significatif dans le processus de décision.

En ce qui concerne les critères de décisions, plusieurs éléments ont émergé. On constate que les investisseurs bâtissent leurs décisions sur plein d'éléments non financiers entre autres : la confiance en l'équipe, l'innovation du produit ou du service. Ce résultat va dans le sens de ceux de Ralcheva et Roosenboom (2019) et Bouaïss et Redis (2019) qui montrent que les investisseurs sont attirés par les produits et services innovants et technologiquement évolués. Ces résultats montrent également que l'attractivité du marché de l'ECF réside dans les types d'entreprises qui s'y financent. En effet, nous avons constaté par observation que les entreprises présentent en ECF doivent démontrer d'un caractère innovant pour réussir à faire campagne. Les entreprises ayant des activités classiques de commerce (boulangerie, restauration, commerce de détail) ne sont pas représentées. La volonté de soutenir les entreprises françaises est un facteur important pour les investisseurs. Nous avons pu le constater dans l'étude 1 lorsque les investisseurs disent vouloir soutenir les entreprises et l'économie françaises. L'ensemble de ces éléments nous donne des critères précis sur les éléments constitutifs que doivent posséder les entreprises qui viennent se financer en ECF.

Conclusion du chapitre 4

Par une démarche abductive, nous voulions enrichir et approfondir nos connaissances antérieures en exploitant les verbatim des investisseurs particuliers. Dans le but de donner une signification à la perception que ces derniers ont du marché et aux actions qu'ils font sur ce marché. Deux questions de recherche ont guidé ces études : ***quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'ECF ? Et sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ?***

Nous avons pu établir par des entretiens semi-directifs auprès de 17 *crowdfunders* particuliers que le marché de l'ECF est perçu comme étant utile et positif. C'est un moyen pour les investisseurs de diversifier leur épargne en contribuant à des projets à impacts positifs et potentiellement très rémunérateurs. Bien qu'étant un marché risqué, les *crowdfunders* acceptent d'y investir pour plusieurs raisons. Ils sont familiers à ce type de risque, ils comprennent les difficultés des jeunes entreprises à se financer, ils partagent le risque avec d'autres personnes (morales et physiques) qui apportent un soutien et une intelligence collective.

Aussi, malgré les risques que présentent le marché, l'expertise et l'ancienneté des plateformes d'ECF est de nature à rassurer les *crowdfunders*. Cela tend à affecter positivement la confiance des investisseurs particuliers au marché de l'ECF.

À travers une étude quantitative des verbatim d'investisseurs recueillis sur la plateforme Wiseed, nous avons déterminé que plusieurs critères soutiennent les choix des *crowdfunders* : la confiance en l'équipe, la volonté de soutenir les entreprises locales, les entreprises tournées vers l'avenir, etc. Nous avons également constaté que les critères des investisseurs ne sont pas soutenus par des éléments factuels comme les aspects financiers et les aspects techniques. Cela tend à souligner leur manque d'expertise sur ces deux éléments.

Suite à nos deux études exploratoires et à notre revue de littérature, nous avons pu mettre en évidence quelques facteurs pouvant influencer l'intention d'investissement des *crowdfunders*. Nous allons dans la conclusion de cette première partie schématiser les influences et informations qui entrent en jeu dans le processus décisionnel des investisseurs particuliers. Pour y arriver, nous allons nous aider de la littérature portant sur l'ECF et de celle touchant à la finance comportementale. Ce schéma a pour but de montrer que les biais comportementaux qui seront étudiés dans la deuxième partie de notre thèse naissent du

traitement cognitif et affectif des informations disponibles sur le marché ; et de la rencontre entre les contraintes externes à l'investisseur et de ses attentes personnelles.

Conclusion première partie

À l'issue de notre revue de littérature et de nos deux études exploratoires, nous avons schématisé l'environnement dans lequel l'investisseur particulier prend sa décision sur le marché de l'ECF (voir Figure 36).

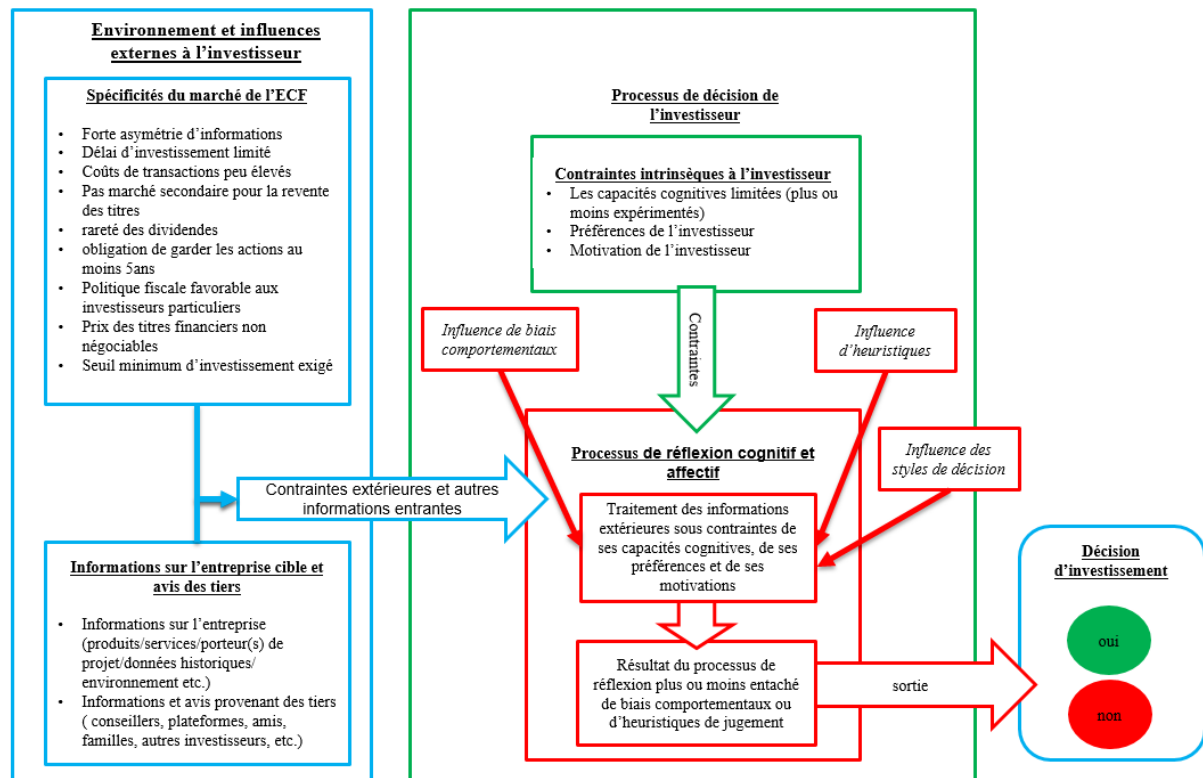


Figure 36. Traitement de l'information par l'investisseur individuel sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Source : Auteur

La Figure 36 ci-dessus présente les influences et l'ensemble des informations que doivent traiter les investisseurs présents sur le marché de l'ECF. Les investisseurs sont soumis à la fois à **un environnement de marché et à des influences externes** représentées dans le carré gauche de la figure. Cet environnement de marché a été schématisé sur la base des informations connues du marché de l'ECF comme vu au chapitre 1 (la législation, le marché biface, et autres informations sur les projets). Cet environnement et ces influences externes se composent tout d'abord des **spécificités liées au marché de l'ECF**. Ces spécificités non exhaustives rendent le marché de l'ECF différent et non efficient comme vu au *chapitre 3 : 5*. Ce qui impose aux investisseurs une nouvelle manière d'investir. Il se compose également

d'informations sur les entreprises en financement, qui sont généralement des informations publiques partagées sur les plateformes d'ECF. Ces informations sont accompagnées par d'autres informations divulguées par des tiers dans les espaces commentaires dédiés, ou encore des informations pouvant être trouvées sur internet. C'est cet environnement et ces influences externes que doivent prendre en compte les investisseurs particuliers dans leur processus de réflexion. En somme, il y a une multitude d'informations et de facteurs que les investisseurs particuliers doivent prendre en compte lorsqu'ils opèrent sur le marché de l'ECF ; marché qui est relativement récent et qui est en constante évolution. L'investisseur doit faire preuve de vigilance et d'esprit d'analyse.

Les investisseurs sont également soumis à des contraintes internes qui sont appelées ici **contraintes intrinsèques à l'investisseur**. Ce sont des contraintes naturelles qui s'imposent à chaque investisseur. Comme contraintes nous pouvons citer : les capacités cognitives limitées (Herbert Simon 1955) ; les motivations personnelles comme soulignées dans le chapitre 2 : 3. Nos résultats de la deuxième étude soulignent également des critères et des préférences individuelles qui sont des contraintes pour les investisseurs. Nous pouvons citer : les affinités à certains projets, la disposition à s'exposer à des risques selon des degrés divers, le choix des montants à investir, etc. Les contraintes intrinsèques à l'investisseur vont entrer en confrontation avec l'environnement et les influences externes. Le processus de réflexion de l'investisseur va être fortement sollicité afin de traiter et produire une décision convenable à ses attentes.

Dans le **processus de réflexion cognitive et affective** des investisseurs, le traitement des informations extérieures se fait sous contraintes des capacités cognitives, des préférences ou critères de choix et des motivations de l'investisseur. C'est durant ce processus de réflexion qu'interviennent les biais comportementaux, les heuristiques, la confiance envers les autres, et aussi d'autres facteurs cognitifs et affectifs pouvant influencer les investisseurs particuliers dans la prise de décision. Ces facteurs naissent en raison de la difficulté des investisseurs à traiter l'ensemble des informations disponibles ou non disponibles, et à trouver une solution convenable comme souligné par (Tversky et Kahneman, 1973 et 1974) au chapitre 3 : 4.4 – 4.5.

À l'issue du traitement des informations, l'investisseur particulier peut être plus ou moins certain d'investir dans un projet : c'est l'intention d'investissement.

Cette intention est antécédente de la décision finale d'investissement qui se présente sous une forme binaire : investir ou ne pas investir. Bien qu'une le report de décision peut également être un choix, l'investisseur finit toujours par investir ou ne pas investir.

La Figure 36 précédente n'est pas notre modèle final, mais le résultat de notre étude exploratoire. Elle représente les forces qui entrent en jeu dans le processus décisionnel chez l'investisseur particulier présent sur le marché de l'ECF. Parmi ces différentes forces, nous avons décidé d'étudier les biais comportementaux.

Question de recherche finale

Nos résultats exploratoires nous interrogent sur la présence et l'effet de certains biais comportementaux et facteurs cognitifs sur le processus de décision des investisseurs particuliers en ECF. Dans nos résultats exploratoires au chapitre 4 : 2.7, nous avons observé l'existence d'une relation de confiance qui lie les investisseurs aux plateformes d'ECF et qui tend à augmenter l'intention de participer à une campagne. Nous voulons confirmer cette relation. Nous avons constaté la présence d'un comportement de suivisme au chapitre 4 : 2.5.2 et chapitre 3 : 6.2 qui traduirait l'existence d'un biais de suivisme (biais cognitif). Le biais d'excès de confiance (biais cognitif) a été observé (chapitre 4 : 2.2.1). Le biais d'affinité (biais affectif) (chapitre 4 : 2.3.2 et 4.3) est potentiellement présent. Ces biais observés pourraient être de nature à affecter positivement la confiance des investisseurs présents sur le marché de l'ECF, et par ricochet leur intention d'investissement. La familiarité à l'investissement est également un facteur qui a été soulevé par nos résultats (chapitre 4 : 2.4.1.2), et qui pourrait avoir pour effet d'augmenter l'intention d'investissement. Nous avons décidé de mettre ces différents facteurs comportementaux en étude, à travers une étude quantitative confirmatoire qui tentera de répondre à la question : ***quels sont les biais comportementaux pouvant affecter positivement la confiance qu'ont les investisseurs au marché de l'Equity crowdfunding et par ricochet leur intention d'investissement ?***

Nous allons dans le chapitre 5 présenter les hypothèses de recherche qui composent notre modèle conceptuel. Elles seront testées au chapitre 6.

Deuxième partie : étude confirmatoire

Introduction à la deuxième partie

La première partie de notre thèse a posé les bases de notre recherche en présentant le marché de l'ECF, ainsi que les investisseurs particuliers qui participent aux campagnes de financement. Nous avons enrichi notre revue de littérature avec deux études exploratoires qui ont complété nos connaissances sur les investisseurs. Ces études ont permis de capter la perception qu'ont les *crowdfunders* du marché de l'ECF et les critères qui soutiennent leurs investissements. Nous avons observé dans nos résultats exploratoires la présence de biais comportementaux pouvant affecter le processus décisionnel des *crowdfunders*. Dans cette partie, nous souhaitons confirmer la présence et l'effet de ces biais. Le but est de mettre en évidence l'influence qu'ils ont sur l'intention d'investissement des *crowdfunders* en ECF.

Au chapitre 3 : 4.4, nous avons expliqué que les biais comportementaux prennent leur source dans les heuristiques de jugement qui sont des raccourcis mentaux que nous utilisons au quotidien pour résoudre des problèmes (Tversky et Kahneman, 1973 ; 1974). Nous rappelons que les biais comportementaux qui vont être étudiés dans cette partie sont à la fois cognitifs (le biais d'excès de confiance et le biais de suivisme) et affectifs (le biais d'affinité).

Comme annoncé dans l'introduction générale et à la suite de notre étude exploratoire, notre deuxième partie de thèse va adopter une démarche hypothético-déductive avec une méthodologie quantitative. Notre volonté est donc de mixer les méthodes pour nous rapprocher au plus près de la réalité étudiée (effet des biais comportementaux sur les *crowdfunders*). « Une recherche en méthodes mixtes est un type de recherche dans laquelle un chercheur ou une équipe de chercheurs combine des éléments de méthodes qualitatives et quantitatives (par exemple, l'utilisation de points de vue qualitatif et quantitatif, la collecte de données, l'analyse, les techniques d'inférence) pour répondre à l'ampleur et à la profondeur des besoins de compréhension et de corroboration de l'étude » (Johnson et *al.*, 2007, p.123). Cette méthode nous permet d'établir s'il existe une convergence de résultats entre ceux observés dans les études qualitatives et ceux qui seront trouvés dans cette phase quantitative. Aussi, la méthode quantitative adoptée dans cette deuxième partie répond assez bien à notre démarche hypothético-déductive qui a pour vocation de tester des relations entre variables d'un modèle conceptuel par des équations structurelles (Charreire-Petit et Durieux, 2014, p. 96 - 103). Les chapitres prochains sont présentés de la manière suivante :

- **Chapitre 5 : Construction de notre modèle et présentation des hypothèses.** Nous présentons les différentes hypothèses de notre modèle conceptuel, ainsi que les échelles psychométriques utilisées.
- **Chapitre 6 : Étude quantitative : méthodologie et présentation des résultats.** Nous présentons notre méthodologie, l'analyse, les résultats de notre étude quantitative et l'interprétation de ceux-ci.
- **Conclusion générale : Discussion sur les apports et limites de notre travail de recherche.** Nous discutons de l'ensemble des résultats de notre thèse tout en présentant les apports et les limites et les voies de recherche possibles.

Chapitre 5 : Construction de notre modèle et présentation des hypothèses

Objectifs du chapitre : dans ce chapitre, nous présentons successivement nos hypothèses, notre modèle conceptuel et les échelles psychométriques qui serviront à la collecte de données.

Introduction du chapitre 5

À partir de nos résultats exploratoires, nous avons observé l'effet probable de certains biais comportementaux dans le processus de décision des investisseurs particuliers en ECF. Nos résultats exploratoires nous font supposer que la décision d'investissement est influencée par l'intention d'investissement, qui elle-même est influencée par la confiance positionnée comme une variable médiatrice entre les biais comportementaux (cognitifs et affectifs) et l'intention d'investissement. Comme biais cognitif nous avons : le biais d'excès de confiance, le biais de suivisme. Comme biais affectif nous avons : le biais d'affinité. D'autres facteurs cognitifs sont également en étude : la disposition à faire confiance et la familiarité à l'investissement. Nous allons dans ce chapitre présenter nos hypothèses qui seront testées quantitativement au chapitre 6. La question qui soutient cette étude est la suivante : ***quels sont les biais comportementaux pouvant affecter positivement la confiance qu'ont les investisseurs au marché de l'Equity crowdfunding et par ricochet leur intention d'investissement ?***

Le modèle conceptuel présenté dans ce chapitre a pour objectif de mettre en relation différents objets théoriques (Charreire-Petit et Durieux, 2014, p. 83. – 105). Concrètement, cette mise en relation se fait par la définition de différentes hypothèses qui constituent les fondements de notre étude quantitative.

Au chapitre chapitre 1 : 1.2, nous avons souligné que les plateformes d'ECF revêtent un caractère de commerce en ligne. Le modèle que nous allons développer ici est en partie basé sur différents travaux menés sur les plateformes de commerce en ligne. Il y a une analogie qui peut se faire entre l'investissement en ligne et l'achat en ligne comme le soulignent Guirado et al. (2018, p.140) : « l'ECF est envisagé comme un type de commerce électronique où la boutique est la plateforme d'ECF et le produit acheté est une part du projet ». Autrement dit, ces derniers considèrent que l'investissement en ECF est similaire à l'achat d'un produit ou d'un service sur une plateforme commerciale en ligne. Alharbey et Van Hemmen (2021)

marquent une similarité entre le commerce en ligne et l'ECF. Ils indiquent que les porteurs de projets sont similaires à des vendeurs, les *crowdfunders* à des acheteurs et les plateformes d'ECF à des intermédiaires marchands en ligne.

Enfin, nous pouvons illustrer l'analogie entre les plateformes d'ECF et le commerce en ligne par les Figures 37 et 38 ci-dessous. Dans la Figure 37, le consommateur se connecte à une plateforme d'achat pour acquérir un bien ou service. Avant tout, il va s'identifier pour être reconnu et accéder à la plateforme marchande. Une fois son identification validée, il lui est proposé un catalogue de produits ou de services à l'achat. Le client ajoute dans son panier de commande le produit ou service voulu et termine son parcours d'achat par le paiement. La commande et la transaction seront confirmées et la livraison sera effectuée par la plateforme marchande.



Figure 37. Parcours d'achat traditionnel sur le web

Source : redsen-consulting⁵⁴

Dans le cas de la plateforme d'ECF Wiseed par exemple, le processus est similaire (voir Figure 38 ci-dessous). L'investisseur se connecte à la plateforme Wiseed et s'identifie. Par la suite, il lui est présenté différents projets en financement dans lesquels il peut investir. Une fois qu'il a fait un choix, il peut souscrire et acheter des actions à partir d'un certain montant, en procédant à un paiement par un virement bancaire, ou avec une carte bancaire. Enfin, les actions achetées vont être inscrites dans son portefeuille d'investissement dans l'espérance d'une plus-value.

⁵⁴Redsen. (2018). <https://www.redsen-consulting.com/transformation-digitale/lavenir-du-checkout-et-des-paiements-en-magasin/> [consulté le 07/01/2022]



Figure 38. Parcours d'investissement sur une plateforme d'ECF

Source : Wiseed⁵⁵

En somme, les plateformes d'ECF sont des plateformes de commerce en ligne. Elles présentent aux investisseurs le même chemin d'acquisition de produits financiers que les autres plateformes de commerce en ligne qui vendent des biens et services. Ce sont les raisons pour lesquelles notre modèle conceptuel d'intention d'investissement prend en partie sa source dans les modèles d'intention d'achat sur le commerce en ligne.

Nous allons premièrement présenter et justifier les hypothèses qui construisent notre modèle. Cela se fera sur la base de la littérature et de nos résultats exploratoires. Par la suite, allons présenter et expliquer les choix de nos échelles psychométriques qui serviront à mener notre étude quantitative.

⁵⁵Wiseed. <https://www.wiseed.com/fr/investir/comment-ca-marche> [consulté le 07/01/2022]

1. Élaboration des hypothèses de notre modèle conceptuel

L'objectif de cette partie est de construire et justifier notre modèle au regard de nos résultats exploratoires et de la théorie. Pour y arriver, nous présentons sept hypothèses qui soutiendront notre étude. À chaque hypothèse, nous montrons en quoi elle fait écho à nos précédents résultats exploratoires et nous soulignons ses fondements théoriques.

1.1 De la confiance à l'intention d'investissement

Darpy (1997) nous rappelle les différentes définitions de l'intention. Elle peut être vue comme :

- Un construit cognitif dans lequel l'intention est aboutissement d'une réflexion lié à un désir (O'Shaughnessy, 1992).
- Un concept dynamique dans lequel on planifie les actions à venir (Howard, 1994).
- La probabilité qu'une action se déroule (Morrison, 1979).

Ces différentes définitions de l'intention montrent qu'elle est le prélude d'une action à venir. Empiriquement, différentes études montrent l'effet de l'intention sur la décision finale. Shneor et Munim (2019) montrent qu'une forte intention de contribution à une campagne de CF affecte positivement la décision finale de contribution. Pour Kim et *al.* (2008) une forte intention d'acheter via un site marchand affecte positivement la décision d'achat. Dans notre modèle, l'intention d'investissement est la variable finale qui est affectée par la confiance des investisseurs en l'ECF.

1.2 La confiance en l'*Equity crowdfunding* comme un antécédent à l'intention d'investissement

1.2.1 Contextualisation de la confiance en l'*Equity crowdfunding*

Comme nous l'avons établi au chapitre 4 : 2.7.1, la confiance envers les plateformes d'investissement est importante dans la relation entre les plateformes et les *crowdfunders*. Certains à l'instar d'*Invest12* estiment avoir confiance en l'analyse que font les plateformes. Il dit : « *Je ne pense pas que lorsqu'on passe par une plateforme on soit obligé d'avoir des compétences spécifiques pour investir dans ce type de marché parce que vous avez déjà une*

étude, une préétude qui est faite par la plateforme de crowdfunding ça c'est le premier point ». Cette confiance est basée sur l'expertise des plateformes et sur leur ancienneté. De plus, nos résultats exploratoires ont montré que les investisseurs ont une perception positive du marché de l'ECF, et le trouvent également utile et rémunérateur *chapitre 4 : 2.3*. Nous supposons que la confiance des investisseurs ne repose pas seulement sur les plateformes d'investissement, mais sur le modèle d'investissement qu'est le marché de l'ECF. Ce marché rassemble à la fois les plateformes, les entreprises à la recherche de financement, les investisseurs, et les autres acteurs qui entourent et réglementent ce marché. Cette confiance joue un rôle médiateur entre les facteurs cognitifs intrinsèques à l'investisseur et l'intention d'investissement. En complément, les résultats de Manthé (2018) sur les investisseurs en ECF montrent que ceux qui reconnaissent avoir un manque d'expertise dans l'analyse des projets ont une confiance presque aveugle dans les informations, la sélection des projets et les audits réalisés par la plateforme d'ECF.

1.2.2 La confiance revêt un caractère contractuel et relationnel

Sur le marché de l'ECF, la confiance est un concept qui revêt à la fois un caractère contractuel et relationnel.

Le caractère contractuel de la confiance

Le contrat a pour but de : « rendre publique et solennelle la volonté de coopérer. [...] Créer des garanties crédibles, car rendues exécutoires en dernier ressort par le système judiciaire [...]. Permettre à la coopération de se développer ce qui génère une communauté d'intérêts entre les parties » (Brousseau, 2001, p.11). « Il semble impossible de dissocier contrat et confiance ; en effet, contracter avec quelqu'un, c'est déjà un acte de confiance. La confiance est donc partie intégrante du contrat, non à titre de condition contractuelle, mais parce qu'elle est l'amont qui rend possible le contrat » (Garapon et Papadopoulos, 2003, p.1).

Malgré les garanties que peuvent apporter les contrats, les agents économiques tendent à utiliser des comportements opportunistes pour profiter avec ruse des failles qu'il peut y avoir dans les relations. Ils recherchent des intérêts personnels au profit de l'autre (Williamson, 1975). La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) (cf. *chapitre 3 : 3.1*) montre l'importance de la confiance dans les relations entre le mandant et le mandataire. Couplés à la rationalité limitée des individus, les comportements opportunistes tendent à ruiner la confiance

entre individus et rendent incertain l'issu d'un contrat (Brousseau, 2001). Dans un tel environnement, la confiance permet de réduire les incertitudes. À l'appui des travaux de Sako (1991), Brousseau (2001) présente deux effets de la confiance dans un environnement contractuel.

« La “confiance contractuelle” – qui renvoie à la conjecture que l'autre partie va respecter ses engagements – permet d'alléger les mécanismes garantissant l'exécution des engagements contractuels, et donc les coûts y afférant (enforcement costs). La “confiance de bonne foi” (Goodwill Trust) – qui renvoie à la conjecture que l'autre ne tirera pas partie des marges de manœuvre qui lui sont laissées – permet de favoriser la réactivité et la dynamique d'innovation. » (Brousseau, 2001, p.7).

Dans la théorie des contrats, la confiance a comme antécédent la réputation qui est un stock de valeur accumulé (Kreps, 1990). Les agents économiques tendent à éviter les comportements opportunistes pour ne pas détériorer leur réputation. C'est une incitation à bien se conduire. Comme autre antécédent à la confiance, nous avons l'ancienneté des relations. Elle est la durée de la relation qui a permis de bâtir sur la réputation, les individus éviteront de tricher s'ils veulent maintenir cette relation dans la durée (Baudry, 2005).

Le caractère relationnel de la confiance

En marketing, la confiance est un élément déterminant dans l'achat, elle a un impact significatif dans la relation entre le vendeur et l'acheteur (Chouk et Perrien, 2003). Face à l'incertitude et au risque, la confiance est un facteur qui peut influencer la décision d'un individu. Pour Gurviev et Korchia (2002), sans la confiance il ne peut y avoir de relation durable. Dans la mesure où, si un acquéreur a suffisamment confiance, le problème de l'incertitude est grandement réduit et les relations entre les parties s'accroissent. Dans le contexte de commerce électronique, plusieurs définitions sont données à la confiance :

Chouk et Perrien (2003) : « l'attente du consommateur que le marchand électronique n'exploitera pas sa vulnérabilité et qu'il honorera ses engagements promis sur le site ».

Gurviev et Korchia (2002) : « variable psychologique qui reflète un ensemble de présomptions accumulées quant à la crédibilité, l'intégrité et la bienveillance que le consommateur attribue à la marque ».

Frisou (2000) : « ensemble de croyances confortant le client dans la certitude que les intentions et les comportements de son partenaire d'échange produiront les résultats attendus ».

À partir de la littérature existante sur la confiance, Chouk et Perrien (2003) distinguent dans la confiance deux variables (voir Figure 39). Une variable comportementale qui se traduit par une volonté de s'appuyer sur une tierce personne en qui on a confiance pour se décider ou s'engager. Une variable psychologique qui est intrinsèque à chaque individu de par ses croyances, ses attentes et ses présomptions. En somme, Chouk et Perrien (2003) rappellent que la confiance revêt un caractère double de vulnérabilité et d'attente. Ce double caractère montre que les individus sont dans une incertitude vis-à-vis de ce qui leur est présenté et sont dans l'espérance que leurs attentes seront satisfaites.

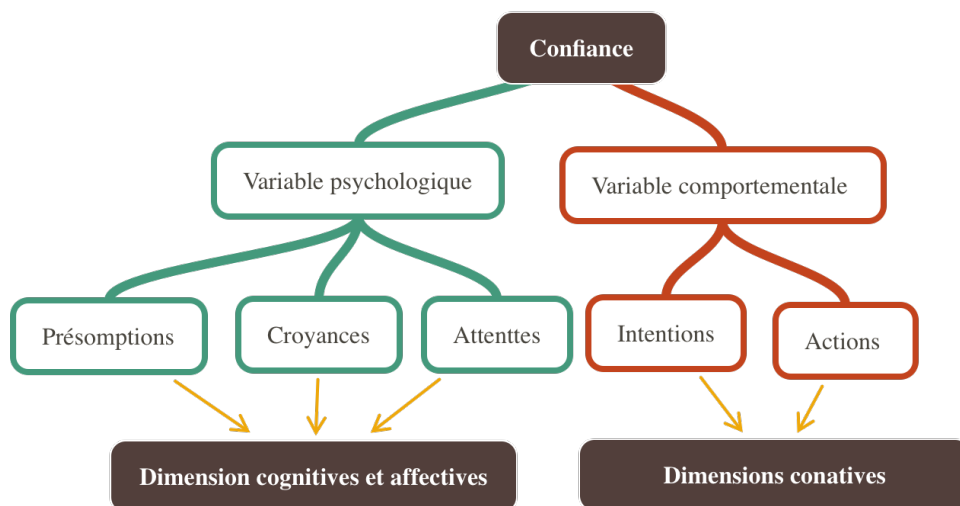


Figure 39. Taxonomie des définitions de la confiance en marketing

Source : Chouk et Perrien (2003)

1.2.3 Les sources de la confiance dans le commerce en ligne

La confiance est une notion très vaste qui touche plusieurs domaines d'étude comme l'économie, la psychologie et le marketing. Dans ce travail de recherche nous allons nous intéresser uniquement travaux touchant au marketing des achats en ligne afin d'étayer nos futures hypothèses.

Les propositions d'hypothèses liées au modèle de Chouk et Perrien (2003) (voir Figure 40) montrent une relation entre la confiance vis-à-vis d'un site marchand et l'intention

d'achat. La confiance vis-à-vis d'un site marchand est positionnée comme variable médiatrice entre les variables ci-dessous et l'intention d'achat :

- **Les variables liées au vendeur** : la réputation perçue du marchand, la satisfaction par rapport aux expériences passées avec le marchand.
- **Les variables liées au site de vente** : la perception du respect de la vie privée, la labellisation par des tiers de confiance.
- **Les variables liées à l'individu** : la propension à faire confiance, la familiarité avec l'achat à distance, la familiarité avec le marchand, la familiarité avec Internet.

Cependant, Chouk et Perrien (2003) n'implémentent pas leur modèle à travers une étude empirique.

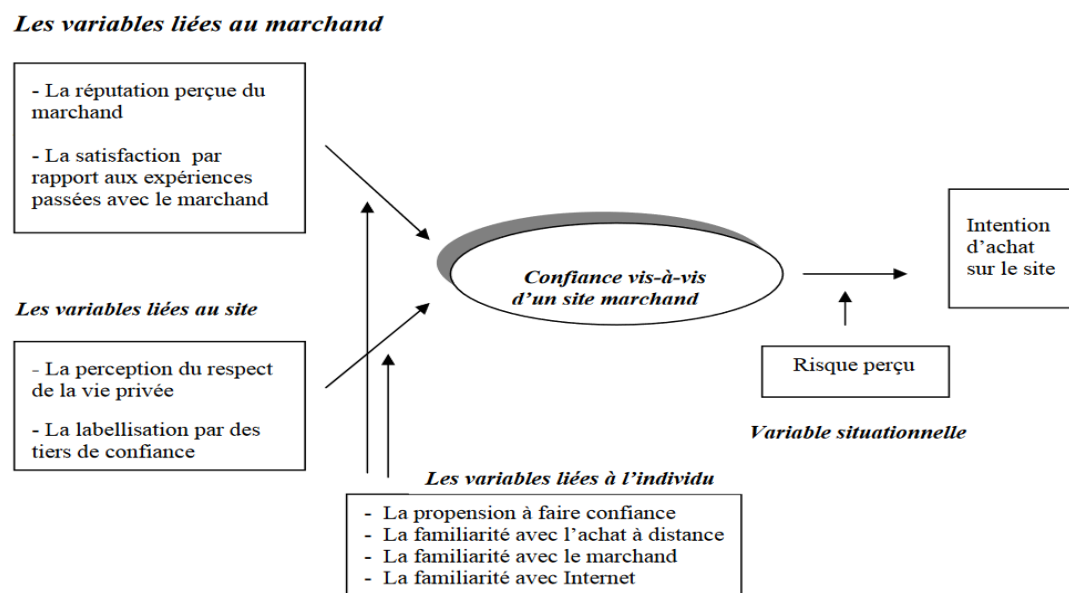


Figure 40. Modèle préliminaire de la confiance du consommateur vis-à-vis d'un site marchand

Source : Chouk et Perrien (2003)

Kim et *al.* (2008) nous apportent une application empirique en montrant l'effet significatif de la confiance sur l'intention dans les décisions d'achat via internet (voir Figure 41). Cette Figure 41 montre que la confiance en tant que variable médiatrice est influencée positivement par :

- La disposition de chaque individu à faire confiance aux autres
- La réputation qu'a la plateforme
- La perception qu'ont les individus de la protection de leurs données
- La perception qu'ont les individus de la sécurité de la plateforme
- La qualité d'information divulguée par la plateforme.

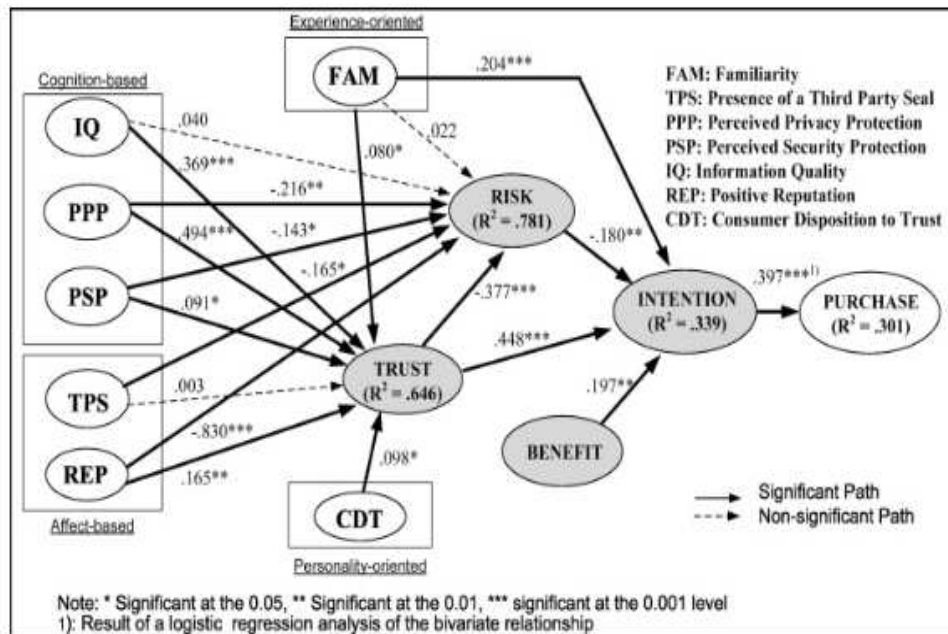


Figure 41. Effet de la confiance sur l'intention d'achat

Source : Kim et al. (2008)

Gurvies et Korchia (2002) montrent une relation positive entre la confiance dans la marque et l'engagement des consommateurs (voir Figure 42). Ils soulignent que la confiance en la marque est causée par trois dimensions que sont :

- La crédibilité
- L'intégrité
- La bienveillance

D'autres études comme celles de Chouk et Perrien (2005) soulignent une autre dimension de causalité à la confiance. C'est « l'intérêt de la plateforme pour les problèmes du consommateur ». Ils concluent que la confiance vis-à-vis d'un site marchand a un effet sur l'intention de retour de sur ce site. Lemoine et Notebaert (2011) montrent que plus les acheteurs ont un sentiment de confiance à l'égard d'un site, plus l'intention d'achat sur ce site et l'intention de recommandation du site sont élevées.

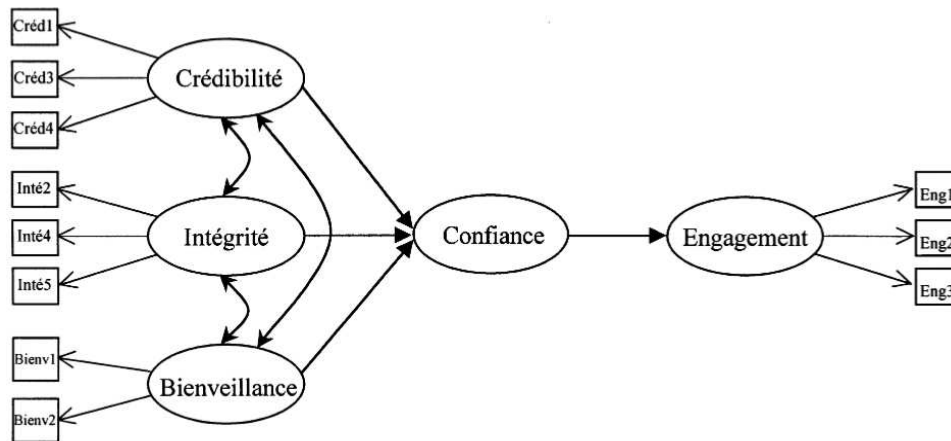


Figure 42. Structure formative de la confiance et son effet sur l'engagement

Source Gurviez et Korchia (2002)

Nous émettons comme hypothèse :

H1 : La confiance des investisseurs au marché l'ECF affecte positivement leur intention d'investissement.

1.3 La disposition à faire confiance

Au regard des précédents travaux de Kim *et al.* (2008) et Chouk et Perrien (2003) sur la confiance, nous supposons qu'il existe une dimension qui influence la confiance au marché de l'ECF. Cette dimension est la disposition à faire confiance.

La disposition des investisseurs à faire confiance. C'est une variable intrinsèque à tout individu. Elle joue un rôle clé lorsqu'il s'agit de faire confiance à une autre personne physique ou morale. « Elle est considérée comme un trait de personnalité stable qui se manifeste à travers différentes situations. Elle permet de distinguer les individus généralement “confiants”

et (ou de) ceux généralement “méfiants”. Les individus manifestant une tendance stable à être “confiants” présument d’emblée que les “autres” sont dignes de confiance jusqu’à preuve du contraire » (Chouk, 2005, p.11). « Une personne montre une disposition à la confiance dans la mesure où elle/il démontre une tendance constante à être disposée à dépendre des autres dans un large éventail de situations et de personnes » (McKnight et *al.*, 1998, p. 45). Ces derniers divisent la disposition à faire confiance en deux en attitudes. Premièrement, Il y a la foi en l’humanité. Elle nous pousse à croire au caractère bien intentionné et stable des autres. Elle est d’autant plus forte lorsque nous initions une première relation avec une personne. Deuxièmement, il y a l’attitude confiante. « Que les gens soient fiables ou non, on obtiendra de meilleurs résultats interpersonnels en traitant avec les gens comme s’ils étaient bien intentionnés et fiables » (McKnight et *al.*, 1998, p.477). Ils soulignent que ces deux attitudes sont dispositionnelles⁵⁶. Autrement dit, ces attitudes se manifestent selon les situations et elles sont toutes les deux tributaires du passé, et leurs effets sont plus forts lors des débuts de relation. Dans la même lancée, Rotter (1967) parle de l’apprentissage social en montrant que le comportement est la résultante de l’ensemble des interactions de l’individu. Les expériences et interactions sociales de chaque individu tout au long de sa vie forment son comportement et affectent ses relations avec les autres. En d’autres termes, nos expériences bonnes ou mauvaises affectent notre disposition à faire confiance aux autres de manière positive ou négative.

Les travaux de Kim et *al.* (2008) implémentent la disposition à faire confiance comme une variable affectant positivement la confiance en une plateforme de commerce électronique. Ces derniers soulignent que si les individus ont une forte tendance à faire confiance aux autres (personne morale ou physique), cela affecte positivement la confiance à une plateforme électronique. Lee et Turban (2001) utilisent la disposition à faire confiance comme variable modératrice qui affecte la perception de fiabilité du vendeur sur internet notamment à partir des signaux fournis par ce dernier. Gefen (2000) implémente la disposition à faire confiance. Il montre qu’elle affecte positivement la confiance sur une plateforme d’e-commerce. Pour lui, la disposition à faire confiance est le résultat de l’ensemble des interactions avec les autres ou du processus de socialisation que l’on subit tout au long de notre vie. Il souligne qu’elle est particulièrement forte lorsque l’individu devant faire confiance n’a pas encore subi

⁵⁶Dictionnaire le Larousse. <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/dispositionnel/25963>. se dit d'un terme qui ne décrit pas un caractère immédiatement observable d'un objet, mais une régularité manifestée par des événements ou des comportements dans des conditions appropriées. [consulté le 06/06/2022]

d'interaction avec l'autre entité à qui il doit faire confiance. Nous pouvons émettre comme hypothèse :

H2: la disposition des investisseurs à faire confiance affecte positivement leur confiance en L'ECF.

1.4 La familiarité à l'investissement comme facteur renforçant l'intention d'investissement.

Alba et Hutchison (1987, p.411) rappellent les définitions de la familiarité et d'expertise proposées par Jacoby *et al.* (1986) : « La familiarité est définie comme le nombre d'expériences liées au produit qui ont été accumulées par le consommateur. L'expertise est définie comme la capacité à exécuter avec succès des tâches liées au produit ».

1.4.1 Contextualisation de la familiarité sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Nos résultats exploratoires au chapitre 4 : 2.4.1.2 ont montré que la plupart des répondants détiennent dans leurs portefeuilles d'autres actifs sur d'autres marchés. Ces derniers ont déclaré avoir investi dans l'immobilier ou la bourse. En effet, l'ECF propose les mêmes actifs que ceux de la bourse, notamment les actions et les obligations qui sont familières à nos répondants. L'expérience de ces derniers sur les marchés boursiers leur permet d'investir aisément sur ce nouveau marché en raison de la familiarité qu'ils ont avec ce type de placement.

Nos résultats exploratoires au chapitre 4 : 2.4.1 ont montré plusieurs facteurs qui pourraient être de nature à réduire la perception du risque et à augmenter l'excès de confiance et l'intention d'investissement. Ces facteurs sont liés à la familiarité. Nous pouvons citer : l'expérience, la connaissance du risque et de ses avantages, l'accoutumance ou la familiarité aux titres financiers. Nous prenons comme exemple *Invest 1* : « *Je suis investisseur depuis quatre ans, je travaille dans la trésorerie d'entreprise et suite à une longue maladie, pour m'occuper j'ai cherché à diversifier mes investissements, avant j'avais des investissements assez classiques PEA, livret, etc. Je voulais un peu voir ce qui existait sur le marché en tant qu'investisseur et c'est là que j'ai connu le Crowdfunding* ».

1.4.2 Les sources de la familiarité

Alba et Hutchison (1987) soulignent que la familiarité s'acquiert avec l'expérience de l'utilisation d'un objet ou d'un produit. Ils supposent que si les individus ont une désutilité pour l'effort cognitif, plus la familiarité à un objet sera forte. Alors, la familiarité serait de nature à faciliter et à réduire l'effort de prise de décision. Luhmann (2001) affirme que la familiarité est un fait inévitable de la vie. Dès le jeune âge, nous agissons de façon répétée dans certains domaines de la vie et pas dans d'autres. Par la répétition de certains actes de la vie, nous construisons un environnement qui nous est familier avec des dangers familiers. Au fur et à mesure que nous avançons, nos actes sont codés par la distinction binaire entre ce qui nous est familier et ce qui ne nous est pas familier. La familiarité donne une meilleure compréhension de l'environnement dans lequel on évolue et nous rassure dans nos choix.

« L'effet de simple exposition » est un facteur cognitif qui nous renvoie à la familiarité. C'est une forme de biais cognitif où les individus agissent positivement à un objet lorsqu'ils sont exposés à celui-ci de manière répétée. Zajonc (1968) mène une expérimentation dans laquelle il expose plusieurs individus à des mots inconnus qui leur sont présentés à différentes fréquences de répétition. Les résultats soulignent que les mots ayant été présentés plusieurs fois sont perçus plus positivement que les autres mots. Il en déduit que la simple exposition répétée de l'individu à des stimulus répétés améliore son égard à celui-ci.

Frieder et Subrahmanyam (2005) dans une étude marketing montrent que la familiarité joue un rôle important dans le choix d'un titre financier. Les entreprises les plus connues sont souvent aisément choisies par les investisseurs. En effet ces entreprises diffusent beaucoup d'informations et les rendent facilement accessibles. Également parce qu'il y a une relation de proximité que les investisseurs ont avec ces entreprises dans la vie quotidienne, par l'achat de leurs produits ou services.

À travers une étude quantitative sur la plateforme d'achat Amazon.com, Gefen (2000) montre que la familiarité affecte positivement la décision d'achat en ligne sur le site marchand (voir Figure 43). Il souligne que la familiarité se construit sur les interactions, les expériences, l'apprentissage et permet de réduire l'incertitude. La familiarité se traduit très concrètement par notre aptitude à utiliser aisément une plateforme d'achat en ligne. Nous pouvons voir sur la figure ci-dessous l'hypothèse H4 qui décrit l'effet positivement significatif de la familiarité sur l'achat.

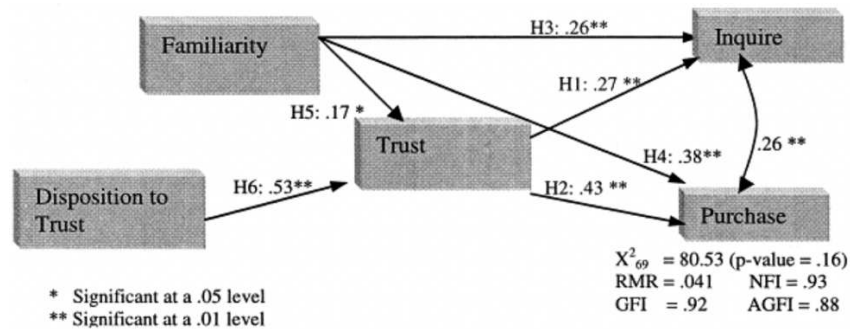


Figure 43. Effet de la familiarité sur l'intention d'achat

Source : Gefen (2000)

La familiarité inclut un passif dans la relation avec l'objet dont on est familier, on peut parler également d'expérience. Dans leur étude sur les plateformes d'achat en ligne, Kim et *al.* (2008) soulignent que la familiarité signifie un degré de connaissance de l'acheteur du produit qu'il veut acquérir et du processus d'acquisition et du vendeur. La familiarité est également basée sur la bonne expérience passée avec le vendeur et concourt à augmenter la probabilité d'achat. Leur étude montre l'effet positif de la familiarité sur l'intention d'achat (voir Figure 41 précédente). Enfin, Hergon et *al.* (2004) soutiennent que cette familiarité concourt à l'acceptation du risque et est de nature à augmenter positivement l'intention vis-à-vis d'un objet. Nous pouvons émettre comme hypothèse :

H3 : La familiarité à l'investissement affecte positivement l'intention d'investissement en ECF.

En étudiant les données transactionnelles d'investisseurs particuliers sur le marché boursier (actions) turc en 2011, Tekçe et *al.* (2016) montrent qu'il existe une corrélation positive entre le biais d'excès de confiance et la familiarité à l'investissement chez les investisseurs. Cette corrélation résulte du fait que plus les investisseurs acquièrent de l'expérience, plus ils ont une confiance forte en leurs décisions et plus ils investissent des montants plus élevés.

Bar-Yosef et Venezia (2014) mettent en évidence une relation de cause à effet entre le biais de familiarité et celui d'excès de confiance. Ils ont mené une expérimentation auprès de 56 étudiants en finance et 10 professionnels en finance. L'objectif était de déterminer dans quelle mesure la familiarité à certaines variables ou informations financières affectait le biais

d'excès de confiance chez ces participants. Lors de l'expérimentation, des données financières ont été fournies aux répondants. Ces derniers devaient prédire quels seraient le bénéfice net, le bénéfice par action et le cours de l'action d'une entreprise. Les résultats ont montré que les participants avaient un degré élevé d'excès de confiance lorsqu'il s'agissait de prédire le cours de l'action. Cette dernière variable leur était plus familière que les autres variables (bénéfice net, le bénéfice par action). En somme, plus une variable dépendante était familière aux répondants, plus ça renforçait l'excès de confiance des répondants quant à leur prédiction. Aussi, le biais d'excès de confiance était un peu plus prononcé chez les professionnels que chez les étudiants.

Dans un autre registre, Van Der Wege et *al.* (2021) ont mené une étude expérimentale sur les relations sociales auprès d'un groupe de 48 étudiants. Ils soutiennent que les personnes qui se connaissent (amis, couples) ou qui ont déjà partagé une expérience commune se sentent très confiantes quant à leur capacité à interpréter les signaux que leur renvoie l'autre. En somme, la familiarité dans une relation engendre l'excès de confiance dans l'interprétation des actions de l'autre.

Cependant, l'étude de Chen et Koufaris (2015) sur *l'apport des systèmes d'aide à la décision* menée auprès de 782 participants s'est montrée défaillante sur le test d'hypothèse de l'effet positif de la familiarité sur l'excès de confiance (voir Figure 44). Ces derniers supposaient que la familiarité que les agents acquéraient par l'utilisation d'un logiciel d'aide à la décision avait pour effet d'augmenter l'excès de confiance chez ces derniers. Plus les agents étaient familiers à l'outil de travail d'aide à la décision, plus ils avaient un comportement à risque, et cela faisait naître chez eux un comportement d'illusion de contrôle. C'est un phénomène par lequel un individu pense qu'il est suffisamment outillé pour agir, et qu'il y a de fortes chances que les événements se déroulent comme espérer. Cette hypothèse s'est montrée défaillante dans leur modèle : la familiarité n'affectait pas l'excès de confiance.

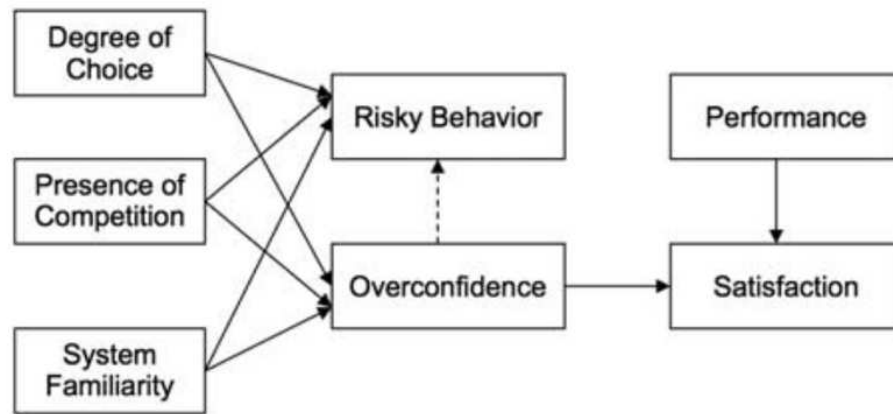


Figure 44. Modèle l'apport des systèmes d'aide à la décision

Source : Chen et Koufaris (2015)

Au regard des différentes études présentées qui montrent que la familiarité à un objet concourt fortement à l'excès de confiance qu'on peut avoir dans les interactions avec cet objet, et malgré l'échec de l'hypothèse de Chen et Koufaris (2015) à prouver cette relation dans leur étude, nous émettons l'hypothèse suivante :

H4 : La familiarité à l'investissement affecte positivement le biais d'excès de confiance chez les investisseurs.

1.5 Le biais d'excès de confiance

L'excès de confiance est considéré comme l'une des plus fortes déviations de la rationalité des investisseurs. C'est le biais comportementale le plus étudié en finance (Hamelin et Pfiffelmann, 2015, p. 343). Il a un impact significatif sur les cours de marchés (Barber et Odean, 2001). Il affecte aussi bien les prix que les volumes de transactions. Les investisseurs les plus confiants détiennent souvent les portefeuilles les plus risqués (Tekçe et Yılmaz 2015). L'illusion de contrôle est aussi une forme d'excès de confiance. En effet, les investisseurs pensent qu'ils peuvent contrôler la situation et qu'ils détiennent toutes les compétences nécessaires pour agir, pourtant dans la réalité ce n'est pas toujours le cas (Fromlet, 2001). Les individus avec un excès de confiance élevé ont tendance à faire plus d'opérations de négociations (achats et ventes) que les autres (Barber et Odean, 2001).

1.5.1 contextualisation du biais d'excès de confiance sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Nous avons pu voir dans notre étude exploratoire au *chapitre 4 : 2.2.1* que certains investisseurs sont très confiants quant à leurs décisions et leurs compétences. C'est le cas *Invest8* : « **En fait, j'ai de la chance parce que je m'y connais un peu plus que la personne moyenne. Moi je viens du secteur assurance et avant je travaillais dans la banque. Donc du coup, j'ai déjà vu des projets d'entreprise ou même financé des entreprises par le biais de mon ancien travail, du coup effectivement comme j'ai vu que je pouvais le faire à mon niveau je me suis dit autant le faire. [...]**Moi je ne pense pas avoir besoin de compétences supplémentaires. Parce que moi aujourd'hui je pense que tout le monde peut investir dedans dans le sens où c'est assez transparent et même les rapports sont assez bien faits. » L'excès de confiance des investisseurs prend sa source sur leurs expériences passées et sur les métiers qu'ils exercent ou ont eus à exercer. Les investisseurs ayant évolué ou évoluant dans les secteurs près de la finance, la banque ou de l'investissement et ayant déjà négocié sur d'autres marchés des titres financiers similaires qu'à ceux de l'ECF tendent à faire confiance au marché de l'ECF. Nous avons également constaté que la facilité du processus d'investissement est un facteur qui contribue à augmenter la confiance qu'ont les investisseurs en leurs capacités.

En ce qui concerne l'expertise des investisseurs, les résultats de Manthé (2018) obtenus sur la plateforme d'ECF Wiseed montrent que les investisseurs reconnaissent très peu leur manque d'expertise financière. A contrario, certains montrent une confiance élevée dans leurs décisions d'investissement.

1.5.1 Source de l'excès de confiance

L'excès de confiance dépend de plusieurs caractéristiques notamment du comportement de l'individu (Tekçe et Yılmaz 2015). Une source psychologique de l'excès de confiance est que les individus surestiment souvent leurs propres expertises (Daniel et al., 2001). Dans le cas de l'ECF, c'est l'un des éléments qui ressort de nos entretiens comme avec *Invest12* : « *Un regard averti parce que je sais de quoi je parle. [...]*Non, je ne pense pas voir besoin de compétences pour être plus averti quand je fais mes choix » ; et avec *Invest8* « **En fait, j'ai de la chance parce que je m'y connais un peu plus que la personne moyenne. Moi je viens du secteur assurance et avant je travaillais dans la banque** ». L'excès de confiance est généralement présenté comme une surestimation des informations privées que détiennent les investisseurs. Ces derniers sous-estiment la variance des actifs risqués ou surestiment leurs

précisions. Ils sont parfois certains de connaître le niveau de risque d'un actif (Glaser et Weber 2007). A contrario, les investisseurs ne détenant pas des informations privées seront moins enclins à l'excès de confiance (Daniel et *al.*, 2001). Les investisseurs surconfiants attribuent leurs gains à leur processus de recherche d'informations et à leur capacité à choisir les titres financiers (Gervais et Odean, 2001). L'excès de confiance affichée par les investisseurs provient également de leurs performances financières positives antérieures. Ces performances positives augmentent la confiance qu'ils ont dans leurs décisions et les rend moins averses aux risques (Barber et Odean, 2001 ; Deaves et *al.*, 2010). Nous émettons comme hypothèse :

H5 : Le biais d'excès de confiance affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.

1.6 Le biais de suivisme

Le biais de suivisme peut porter plusieurs appellations on notera : le comportement moutonnier, l'effet de mode, comportement mimétique, effet pingouin, comportement conformiste, ou en anglais *Herd behavior* qui traduira à lui seul les précédentes appellations.

Le comportement de suivisme est défini comme incluant toute similarité (Hirshleifer et Teo, 2003). Tout le monde fait ce que font les autres même lorsque les informations que nous avons laissent supposer quelque chose de très différent (Banerjee, 1992).

Dans le comportement de suivisme, l'observation de l'autre joue un rôle essentiel. Elle est source d'informations, de signaux à interpréter et elle permet l'apprentissage. On parle généralement de cascade informationnelle pour expliquer le comportement de suivisme (Bikhchandani et *al.*, 1998).

1.6.1 Contextualisation du biais de suivisme sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

Dans plusieurs activités que nous menons, nous sommes ou pouvons être influencés par les autres. C'est également le cas dans nos investissements (Hirshleifer et Teo, 2003). Nous pouvons prendre pour exemple de *Invest8*. Il dit : « *Il y a une personne que j'aime bien sur la plateforme Wiseed, c'est un autre investisseur que j'ai découvert sur les réseaux sociaux il s'appelle Invest3, je trouve qu'on est proche au niveau des idées, des fois ça peut être rassurant*

d’avoir une opinion qui converge dans son sens quoi. Dans le sens où après que la levée de fonds soit bouclée, des fois on peut avoir des doutes et je sais qu’avec Invest3, il est vraiment rassurant ». Pour Invest 8 la présence de certains investisseurs le pousse au suivisme et augmente également l’assurance ou la confiance qu’il a envers le marché.

D’autres observations sur les plateformes d’ECF montrent que :

- Il existe une forte asymétrie d’informations ne permettant pas aux investisseurs de mieux se positionner quant à leurs décisions d’investir (Mitter et Krauss, 2011). Même des investisseurs avertis ayant un comportement rationnel peuvent adopter un comportement mimétique, lorsqu’ils sont face à des incertitudes concernant les informations qu’ils détiennent (Jondeau, 2001).
- Il existe sur certaines plateformes des espaces de commentaires où s’échangent des avis, des informations entre investisseurs. Dans ces espaces commentaires, les investisseurs partagent souvent leurs décisions d’investissement et les raisons de leurs choix. Il existe également des blogs sur lesquels sont publiés des articles à destination des investisseurs. Dans le but de les édifier et les informer sur différentes thématiques liées au du marché de l’ECF.
- Sur certaines plateformes, nous observons également des jauges qui montrent l’évolution des montants déjà levés dans la campagne.

Sur la base des éléments publics tels que : la jauge qui montre l’évolution des fonds collectés, les avis, les décisions et les commentaires, les investisseurs peuvent calquer leurs décisions sur celles d’autres. Face à l’asymétrie d’informations, ces éléments peuvent être à la fois des signaux et des repères sur lesquels certains investisseurs basent leurs décisions. Il peut donc y avoir un comportement de suivisme rationnel ou non, selon l’interprétation qui est faite par ceux qui les prennent en considération.

Lorsque certains travaux parlent du comportement de suivisme en ECF (cf. chapitre 4 : 6. 2), ils ne décrivent que le suivisme qui existe entre investisseurs. Nous avons descélé dans nos résultats exploratoires que les investisseurs se sentent également influencés par les plateformes (cf. chapitre 4 : 2. 7. 2). Cette influence pousse également les investisseurs au suivisme et est de nature à augmenter leur confiance vis-à-vis des plateformes. En recevant des informations et des analyses continues de la part des plateformes, les investisseurs finissent

par suivre les propositions faites par les plateformes. Il y a là une probable relation qui se crée entre le suivisme et la confiance. Nous rappelons ici quelques verbatim :

- Invest13 *Oui, je pense que la plateforme influence mes décisions d'investissements. Souvent quand ils m'appellent pour parler d'un projet, je pense qu'ils y croient. Ils me contactent parce que je suis assez important comme investisseur chez eux.*
- Invest10 *Je fais aussi pas mal confiance aux plateformes pour l'investissement. Parce que sinon on se rend compte si on se penche sur les projets que lesquels on investit ça prend énormément de temps (recherche d'informations). Donc quelque part il y a aussi une part de confiance.*
- Invest4 *C'est une bonne question parce que je n'ai jamais réfléchi. Alors la présentation de la plateforme sur Wiseed il y a une espèce de petit truc avec le vote. Le système de vote avec la toile d'araignée je trouve que c'est assez influençant. Évidemment la façon dont c'est présenté ça va jouer aussi.*

1.6.2 Source du biais de suivisme : la cascade informationnelle

La cascade informationnelle trouve une partie de sa source dans l'information incomplète (Bikhchandani et Sharma, 2000). On parlera de cascade informationnelle lorsqu'un agent en position de décider ne prend pas en compte l'information qu'il détient, ou plus exactement quand aucune des informations dont il pourrait disposer ne modifie son choix (Chassagnon, 2015). La cascade informationnelle suppose que les agents ont accès au même prix, à l'ensemble des opportunités de placement. Aussi, ces derniers peuvent observer le comportement des autres agents présents sur le marché, mais ils n'ont pas accès leurs informations et signaux (Éric Jondeau, 2001). Pour un investisseur donné, à partir d'un certain temps, l'observation cumulée des actions des autres investisseurs contient tellement d'informations qu'il tend à ignorer ses propres informations privées (Cohendet et *al.*, 2003). Il paraît alors optimal pour cet investisseur qui a observé les actions de ceux qui le précèdent, de les suivre sans tenir compte de ses propres informations (Fort, 2000).

Pour Suire et Vicente (2004), les cascades informationnelles sont aujourd'hui développées pour justifier d'un grand nombre de phénomènes économiques où les agents convergent rapidement vers une même stratégie, entraînant des comportements collectifs parfois surprenants. Parmi ces comportements collectifs, on peut citer les bulles spéculatives sur les marchés financiers (Orléan, 2001) ; l'apparition de standards technologiques (Geroski,

2000) ; l'émergence d'agglomérations d'entreprises (Caplin et Leahy, 1998) ; ou les stratégies d'imitation dans les médias (Kennedy, 1997).

Dans un rappel sur le cadre théorique de l'économie de réseau dans lequel on étudie l'interaction des agents économiques, Cohendet et *al.* (2003) soulignent qu'il existe des phénomènes agrégés en économies qui résultent de la manière dont les agents interagissent entre eux. Ils parlent d'un cadre global et dynamique d'interactions dans lequel le comportement moutonnier résulte l'existence de cascades informationnelles. Ils soulignent que ces cascades informationnelles peuvent conduire à des formations de réseaux inefficients ; et que, le bien-être et les décisions des agents économiques dépendent des individus avec lesquels ils sont en relation directe. Également, ceux qu'ils observent, imitent ou par qui ils reçoivent des informations.

Les cascades informationnelles s'appuient également sur le concept d'externalité informationnelle. Les individus bénéficient de l'observation des autres agents. Dans une phase de décision séquentielle, les décisions des agents suivants reflètent celles des agents précédents (Suire et Vincent, 2004). Face à l'incertitude, les agents se reportent sur le comportement des autres agents étant dans la même situation pour prendre leur décision (Bikhchandani et *al.*, 1992). Dans la cascade informationnelle, l'agent doit arbitrer entre l'information privée qu'il détient ou à laquelle il peut accéder moyennant des frais, et l'information publique qui est disponible et gratuite chez les autres agents par observation (Raphaël Suire, 2004).

L'idée est que lorsqu'un agent observe l'adhésion d'un autre agent à une croyance (à travers ses actions ou l'expression de ses opinions), il en déduit que cet agent possède une information privée. Il est donc incité à adopter les mêmes croyances et les mêmes comportements que l'autre agent (Saint-Paul, 2007).

Toute cette littérature cadre avec le contexte dans lequel évoluent les investisseurs sur le marché de l'ECF. Elle nous questionne également sur la manière dont les investisseurs obtiennent des informations, sur les communications qu'ils entretiennent entre eux, et sur la perception qu'ils ont des décisions et des avis des autres investisseurs.

Cette cascade informationnelle peut conduire à un effet moutonnier et/ou à de mauvaises décisions si les croyances et/ou informations de départ sont fausses ou erronées (Saint-Paul, 2007). Nous émettons comme hypothèse : ***H6 : Le biais de suivisme affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.***

1.7 Le biais d'affinité

« Le biais d'affinité fait référence à la tendance d'un individu à faire des choix de consommation ou des décisions d'investissement irrationnellement peu économiques en fonction de la façon dont il pense qu'un certain produit ou service reflétera ses valeurs. » (Pompian, 2012, p 253). C'est un biais qui est très peu étudié dans la littérature.

Dans notre étude exploratoire, on constate que les *crowdfunders* soulèvent plusieurs critères qui soutiennent leurs investissements (cf. *chapitre 4 : 4*). Ces critères définissent le type de projets qu'ils aiment soutenir. Nous retenons ainsi dans les discours des investisseurs des mots comme : « innovation, prometteur, technologie, avenir ». Ces mots se rapprochent fortement de la description qui est faite de la startup. Il est vrai que nous sommes sur un marché qui rassemble beaucoup de startups et de jeunes entreprises. Cependant, les discours des investisseurs montrent leur volonté de ne soutenir que des projets qui apportent une rupture avec l'existant. Pourtant, il y a également sur le marché de l'ECF des PME et ETI sans innovation technologique qui s'y financent. Nous pouvons dire que les *crowdfunders* ont des préférences pour les entreprises veulent futuristes dans leur domaine et qui ont pour ambition de révolutionner les habitudes de leurs clients. À l'exemple des entreprises numériques qui ont apporté des ruptures réelles avec l'existant et qui se sont énormément valorisées dans le temps. De même, on a constaté que certains investisseurs ont des préférences quant aux secteurs d'investissement par exemple celui de la santé ou encore de l'environnement.

Les décisions des *crowdfunders* émanent d'une simplification de la réalité basée sur l'affinité, la croyance ou l'espérance que certains projets valent mieux que d'autres notamment sur l'aspect éthique et pratique. Dans ce cas, si les choix d'investissement des *crowdfunders* sont basés sur l'affinité à certains projets et non sur la performance (financières et commerciale) de ceux-ci, cela pourrait affecter négativement la rentabilité de leurs portefeuilles d'investissement (Pompian, 2012).

1.7.2 Source du biais d'affinité

Pour Pompian (2012), lorsqu'on parle du biais d'affinité en finance, l'élément le plus pertinent à étudier est le patriotisme. Le patriotisme renvoie à l'attachement, à la foi qu'on a en son pays. Les individus investissent principalement dans leur pays parce qu'ils se sentent proches des entreprises qui y sont (cf. *chapitre 4 : 4.3*). Nos résultats issus de l'analyse des similitudes ont fait ressortir ces verbatim :

- « *j'ai investi dans Cocolico pour **soutenir une industrie 100 % française** de vêtements de **qualité française** ainsi que pour la créativité* ».
- « *j'ai investi dans Sunibrain car la transition énergétique c'est maintenant et **je me fais un devoir moral d'y participer** et de faire en sorte que les **entreprises françaises soient dans la course*** ».

Nous pouvons faire une analogie avec les investisseurs qui choisissent des projets non pas sur la base des performances attendues, mais sur l'affinité qu'ils pensent avoir avec ces projets.

Guirado et *al.* (2018) dans une étude sur l'ECF montrent que les individus investissent par affinité soit avec le projet soit par affinité avec le porteur de projet. Nous observons le biais d'affinité en ECF à travers les motivations des investisseurs. Cette affinité revêt plusieurs facettes comme : le caractère éthique ou social du projet, les valeurs que le projet soutient et qui sont en accord avec celles de l'investisseur. Ou encore, le fait que le projet évolue dans un secteur connu ou maîtrisé par l'investisseur (Collins et Pierrakis, 2012). On retrouve également une affinité avec le porteur de projet par la perception que l'investisseur a de son parcours, ou encore de son métier qui peut s'approcher de celui de l'investisseur (Lukkarinen et *al.*, 2019). Nous émettons comme hypothèse :

H7 : Le biais d'affinité affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.

La Figure 45 ci-après représente les différentes hypothèses qui construisent notre modèle conceptuel. Le Tableau 20 ci-après récapitule l'ensemble de nos hypothèses.

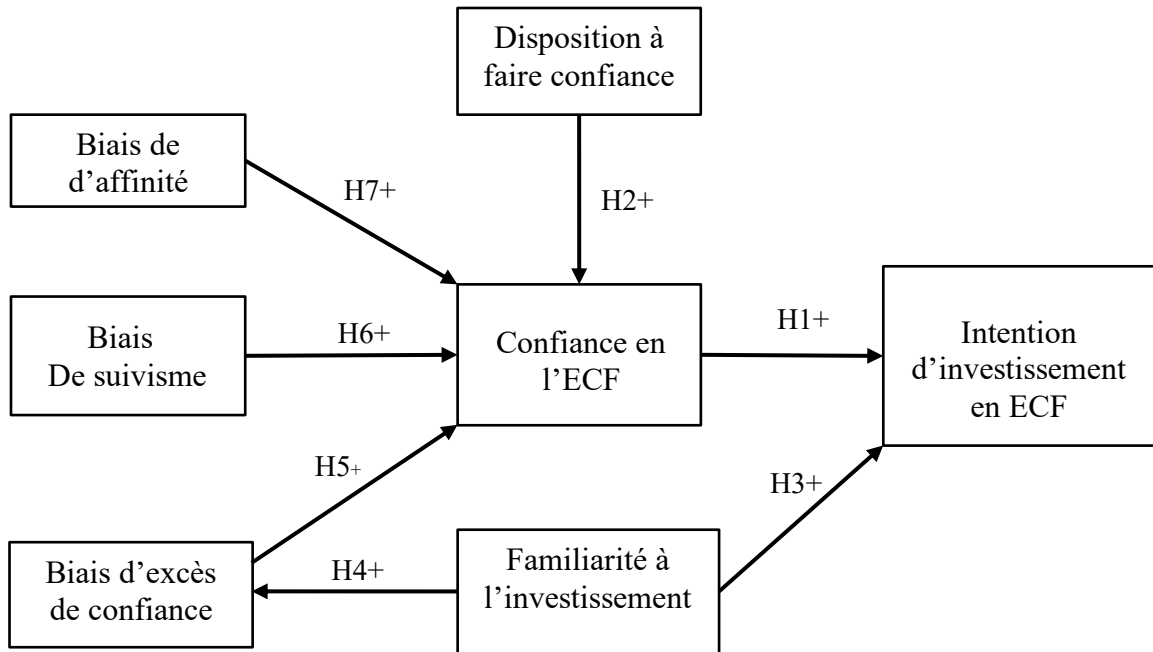


Figure 45. Modèle conceptuel des biais comportementaux affectant l'intention d'investissement en ECF

Tableau 20. Rappel des différentes hypothèses

Hypothèses		Grille de lecture théorique mobilisée
H1	La confiance en l'ECF affecte positivement l'intention d'investissement en ECF.	Marketing des achats en ligne/Théorie contractuelle (Guiuviez et Korchia, 2002 ; Chouk et Perrien, 2003 ; Kim <i>et al.</i> , 2008).
H2	La disposition à faire confiance affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.	Marketing des achats en ligne (Gefen, 2000 ; Kim <i>et al.</i> , 2008)
H3	La familiarité à l'investissement affecte positivement l'intention d'investissement en ECF.	Marketing des achats en ligne (Gefen, 2000 ; Kim <i>et al.</i> , 2008)
H4	La familiarité à l'investissement affecte positivement le biais d'excès de confiance des investisseurs.	Finance de marché (Van Der Wege <i>et al.</i> , 2021 ; Tekçe <i>et al.</i> , 2016 ; Bar-Yosef et Venezia, 2014)

H5	Le biais d'excès de confiance affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.	Finance comportementale (Barber et Odean, 2001 ; Tekçe et Yilmaz, 2015 ; Deaves et <i>al.</i> , 2010)
H6	Le biais de suivisme affecte positivement la confiance en l'ECF.	Finance comportementale et ECF (Vismara, 2016 ; Astebro et <i>al.</i> , 2019, June; Zaggli et Block, 2019)
H7	Le biais d'affinité affecte positivement la confiance en l'ECF.	Finance comportementale et ECF (Pompian, 2012 ; Guirado et <i>al.</i> , 2018)

2. Élaboration des échelles psychométriques mobilisées pour notre étude quantitative

Après avoir posé nos hypothèses et présenté notre modèle, il s'agit maintenant de présenter les échelles psychométriques qui serviront à tester notre modèle. « Les échelles psychométriques sont des instruments de mesure de phénomènes non observables, reflétant des processus mentaux : opinions, attitudes et comportements. Elles se composent généralement de plusieurs items (propositions à évaluer). Elles sont accompagnées d'échelles d'attitude permettant de calculer des scores pour chaque répondant » (Touzani, et Salaani, 2000, p. 291).

Nos échelles psychométriques sont issues d'une littérature en finance comportementale, en *crowdfunding* et d'une littérature marketing des plateformes d'achats en e-commerce (cf. tableau 21). Avant de choisir une échelle, nous l'avons confrontée à d'autres échelles existantes pour déterminer laquelle est la plus adéquate à notre enquête, et nous avons justifié nos choix. Nous les récapitulons dans le Tableau 21 ci-dessous.

Le « + » fait référence aux items issus de notre étude exploratoire. Dans notre étude exploratoire, certaines questions posées aux *crowdfunders* ont produit des réponses similaires. À l'observation, ces questions (cf. Annexe 4. Partie 1 et Partie 4) se sont montrées concordantes avec les items des échelles psychométriques du biais d'excès de confiance et du biais de suivisme. Nous avons alors ajouté ces questions aux échelles existantes. L'objectif est d'enrichir si possible ces échelles.

Tableau 21. Récapitulatif des échelles adoptées pour notre travail de recherche

Échelle de mesure	Codification	Nombre d'items	Source
Biais d'excès de confiance	EXC	4 + 2	(Shneor et Munim, 2019) + extraits de notre étude exploratoire (<i>finance comportementale ; ECF</i>)
Biais de suivisme	SUI	3 + 3	(Bretschneidera et Leimeister, 2017) + extraits de notre étude exploratoire (<i>finance comportementale ; ECF</i>)
Biais d'affinité	AFF	4	(Guirado et al., 2018) (<i>finance comportementale ; ECF</i>)
Disposition à faire confiance	DISP	4	(Kim et al., 2008) (<i>marketing e-commerce</i>)
Confiance des investisseurs en l'ECF	CONIV	3	(Kim et al., 2008) (<i>marketing e-commerce</i>)
Intention d'investissement	INTE	5	(Shneor et Munim, 2019) (<i>marketing e-commerce; ECF</i>)
Familiarité des <i>crowdfunders</i> à l'investissement	FAM	3	(Moysidou et Hausberg, 2020) (<i>marketing e-commerce</i>)

2.1 Échelle retenue pour le biais d'excès de confiance

L'échelle *Self efficacy* (cf. tableau 22 ci-dessous) de Shneor et Munim (2019) a été retenue pour le biais d'excès de confiance. Bien que ces derniers parlent de *Self efficacy* au lieu d'excès de confiance, leurs items renvoient au caractère de forte confiance ou de haute estime de soi. Les investisseurs se reconnaissent des compétences et des capacités individuelles à faire des placements à la force de leur seul mérite. D'autres études ont utilisé des items similaires pour traduire l'excès de confiance, à l'instar de (Wood et Zaichowsky, 2004 ; ul Abdin, et al., 2017 ; Sahi, 2017 ; Sarwar et al., 2014).

L'intérêt de l'échelle de Shneor et Munim (2019) est qu'elle a été implémentée en *crowdfunding* avec récompenses. Ils ont montré que la dimension *Self efficacy* est bien présente chez les *crowdfunders*, et que cette dimension est un antécédent de l'intention de participer à une campagne de financement en CF.

Les deux premiers items cette échelle de Shneor et Munim (2019) sont extraites et adaptés de l'échelle de Cheung et Lee (2012). Ces derniers les ont bâtis sur l'échelle de Kankanhalli et Wei (2005), qui l'ont également extraite et adaptée de celle de Kalman (1999). Les deux items suivants sont une adaptation de l'échelle de Hsu et Chiu (2004).

Nous avons ajouté deux items à l'échelle de Shneor et Munim (2019). Ces deux items ajoutés à la fin de l'échelle portent sur deux aspects qui ne sont pas mentionnés dans la précédente échelle : la capacité des investisseurs à choisir un bon projet parmi une multitude de projets ; et l'indépendance des investisseurs dans leurs choix au regard des potentiels avis qu'ils peuvent recevoir de leur entourage.

Tableau 22. Items adaptés de la dimension d'excès de confiance de Shneor et Munim, (2019)

Items d'origine	Items adaptés et traduits	Code
I have confidence in my ability to support crowdfunding campaigns.	J'ai confiance en ma capacité à soutenir des campagnes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	EXC1
I am confident in my ability to contribute to campaigns through crowdfunding platforms' websites.	Je suis confiant en ma capacité à contribuer aux campagnes via les plateformes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	EXC2
I have the expertise needed to contribute to crowdfunding campaigns.	J'ai l'expertise nécessaire pour contribuer à des campagnes en <i>Equity crowdfunding</i> .	EXC3
I am confident in my ability to navigate and use crowdfunding platforms' websites.	Je suis confiant dans ma capacité à naviguer et à utiliser les plateformes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	EXC4
Émane de nos résultats exploratoires et de la littérature	Je suis confiant quant à ma capacité à choisir des projets viables en <i>Equity crowdfunding</i>	EXC5
Émane de nos résultats exploratoires et de la littérature	J'accorde plus de confiance à mes opinions d'investissement qu'à ceux des autres (amis, collègues, familles, conseillers).	EXC6

2.2 Échelle retenue pour le biais de suivisme

Nous avons pu trouver deux échelles différentes nous permettant de mettre en étude le biais de suivisme. Il s'agit de l'échelle Moysidou et Hausberg (2020) en *Crowdlending* (cf. tableau 23) et celle de Bretschneidera et Leimeister (2017) en ECF (cf. tableau 24). Ces deux

échelles se sont montrées d'un grand intérêt pour notre étude, parce qu'elles ont été implémentées et validées respectivement sur le marché du *Crowdfunding* et de l'ECF.

Moysidou et Hausberg (2020) ont adopté une approche expérimentale. Ils ont créé une plateforme d'investissement fictive dans le but de mener leur recherche. C'est la raison pour laquelle les items tels présentés dans le Tableau 24 semblent porter un jugement sur un projet en cours ; les investisseurs sont dans une expérimentation.

Tableau 23. Dimension biais de suivisme issu des travaux de Moysidou et Hausberg (2020)

Items d'origine	Items traduits
Judging by the funding status of the project, the project is popular with the crowd.	À en juger par l'état de financement du projet, le projet est populaire auprès de la foule.
The project has received considerable funding so far.	Le projet a reçu jusqu'à présent un financement considérable.
The project seems to please other investors.	Le projet semble plaire à d'autres investisseurs.

Bretschneidera et Leimeister (2017) proposent une échelle du biais de suivisme qui nous semble plus généralisable comparée à celle de Moysidou et Hausberg (2020). Parce qu'elle n'a pas été construite pour une étude expérimentale. Aussi, elle reste transposable en l'état pour notre étude en ECF. Ce sont les raisons pour lesquelles nous avons retenu l'échelle du biais de suivisme issu des travaux de Bretschneidera et Leimeister (2017).

Nous soulignons que, la présence du biais de suivisme chez Bretschneidera et Leimeister (2017) a été confirmée dans leur étude comme modérateur affectant positivement la relation entre les motivations des investisseurs à recevoir un retour sur investissement, et l'intention d'investissement. Ils affirment qu'il y a un fort comportement de suivisme qui se manifeste chez les investisseurs à recherche du gain.

L'échelle de Bretschneidera et Leimeister (2017) prend sa source dans les travaux de Sun (2013) qui a mené une étude longitudinale sur le comportement de suivisme dans l'adoption et l'utilisation continue de nouvelles technologies. Sun (2013) a développé la dimension imitation, qui traduit le comportement mimétique entre individus. Il ne présente pas explicitement les items qu'il a utilisés pour mener son enquête. Les trois items adoptés chez Sun (2013) par Bretschneidera et Leimeister (2017) sont ceux que nous utiliserons.

Tableau 24. Dimension biais de suivisme issu des travaux de Bretschneidera et Leimeister (2017)

Items d'origine	Items traduits	Codes
I give money to a project in that many other already have invested.	Je donne de l'argent à un projet dans lequel beaucoup d'autres ont déjà investi.	SUI1
I follow others in deciding whether or not to contribute to a project.	Je suis les autres pour décider de contribuer ou non à un projet.	SUI2
I would invest in a project because many other backers have already contributed to it.	J'investirais dans un projet car de nombreux autres bailleurs de fonds y ont déjà contribué.	SUI3

À partir des résultats obtenus de notre étude qualitative, nous avons pu faire émerger quelques items (cf. tableau 26). Ces items additionnels sont représentatifs de nos résultats exploratoires dont voici quelques extraits :

Invest8 : « Il y a une personne que j'aime bien sur la plateforme Wisedd c'est un autre investisseur que j'ai découvert sur les réseaux sociaux il s'appelle Invest3, je trouve qu'on est proche au niveau des idées, des fois ça peut être rassurant d'avoir une opinion qui converge dans son sens quoi. Dans le sens où après que la levée de fonds soit bouclée, des fois on peut avoir des doutes et je sais qu'avec Invest3, il est vraiment rassurant ».

ou encore

Invest5 : « Par contre, quelqu'un qui a beaucoup investi en général les questions qu'il pose sont très pertinentes et là je vais les considérer ».

C'est à la suite ces précédents résultats qu'il nous a semblé pertinent d'enrichir l'échelle de Bretschneidera et Leimeister (2017) pour mieux cerner la dimension biais de suivisme. Nous proposons donc les trois items suivants (cf. tableau 25).

Tableau 25. Items complémentaires issus des résultats de notre étude qualitative

Origine des items	Items	Codes
Émane de nos résultats exploratoires et de la littérature	Lorsque je veux investir, je prends en compte la dynamique de la campagne.	SUI4
Émane de nos résultats exploratoires et de la littérature	Lorsque je veux investir, je prends en compte les avis des autres investisseurs sur la qualité des projets	SUI5

2.3 Échelle retenue pour le biais d'affinité

Deux échelles ont retenu notre attention en ce qui concerne le biais d'affinité. L'échelle du biais d'affinité élaboré par Pompian (2012) (cf. tableau 26) et celle de Guirado et *al.* (2018) (cf. tableau 27).

L'échelle proposée par Pompian (2012) pour étudier le biais d'affinité semble intéressante. En l'absence d'une autre échelle, elle aurait été notre premier choix. D'autant plus que la littérature s'est montrée très pauvre dans l'étude de ce biais. À notre connaissance, cette dernière a comme désavantage de n'avoir jamais été implémentée par l'auteur ou par d'autres chercheurs.

Tableau 26. Dimension biais d'affinité issue de l'ouvrage de (Pompian, 2012)

Items d'origine	Items traduits
I invest in companies that make products I like, such as cars, watches, or clothing.	J'investis dans des entreprises qui fabriquent des produits que j'apprécie, tels que les voitures, les montres, ou les habits.
I invest in companies that reflect my personal values such as environmental, social, or governance values.	J'investis dans des entreprises qui reflètent mes valeurs personnelles telles que les valeurs environnementales, sociales ou de gouvernance.
My investment portfolio does not contain much in the way of international investments.	Mon portefeuille ne contient pas grand-chose en termes d'investissements internationaux.

L'échelle de Guirado et *al.* (2018) s'est montrée plus pertinente pour notre travail. Elle a pour avantages par rapport à la précédente d'avoir été implémentée et validée dans une étude quantitative portant sur le modèle du *crowdfunding* avec récompenses. Elle montre que les investisseurs ont des affinités vis-à-vis de certains projets ou porteurs de projets. Cette affinité a un effet positif sur l'intention de participer aux campagnes de *crowdfunding* avec récompenses. Aussi, ces items se distinguent par le fait qu'elles questionnent respectivement deux par deux l'affinité de l'investisseur avec le projet et l'affinité avec le ou les porteur(s) de projet. Enfin, cette échelle se transpose aisément à notre étude sans adaptation des items. Ce sont les raisons pour lesquelles nous l'avons retenue.

L'auteur ne précise pas si l'échelle a été construite ou adoptée. Il présente une large littérature en CF qui soutient ses items. Cette littérature en CF est celle que nous avons présentée tout au long de cette thèse.

Tableau 27. Dimension biais d'affinité issue des travaux de Guirado et al. (2018)

Items d'origine	Items traduits	Codes
I would support projects that i would like to see become true.	Je soutiendrais des projets que j'aimerais voir devenir réalité	AFF1
I would support projects whose causes were connected with personal beliefs.	Je soutiendrais des projets dont les causes sont liées à des croyances personnelles	AFF2
I would support projects in which I had a personal relationship with the promoters: Family, friends, or acquaintances...	Je soutiendrais des projets dans lesquels j'ai une relation personnelle avec les promoteurs : famille, amis ou connaissances	AFF3
I would support projects in which I had a professional relationship with the promoters: Coworkers, clients, vendors...	Je soutiendrais des projets dans lesquels j'ai une relation professionnelle avec les promoteurs : Collègues, clients, vendeurs...	AFF4

2.4 Échelles adaptées du modèle de (Kim et al., 2008) disposition à faire confiance/confiance des investisseurs sur le marché de l'Equity crowdfunding

Le modèle issu des travaux de Kim et *al.* (2008) (*chapitre 4 : 1.2.3, Figure 41*) sur l'intention d'achat s'est montré cohérent avec nos résultats qualitatifs. Les dimensions présentes dans leur modèle ont concordé avec nos hypothèses. En effet, une analogie claire entre l'investissement sur une plateforme de financement participatif et l'achat d'un produit sur un site de e-commerce est pertinente. Ces deux formes d'activité présentent plusieurs points communs. Tels que l'achat et le mode de paiement qui se font en ligne ; la relation entre client et vendeur qui se tisse par la confiance ; l'intérêt pratique que l'acheteur gagne en passant par une plateforme de commerce en ligne plutôt que par d'autres moyens conventionnels. Tout cela nous renvoie au modèle de plateformes bifaces présentées au *chapitre 1 : 3.1*.

Pour la disposition à faire confiance, nous avons trouvé deux échelles de mesure : celle Kim et *al.* (2008) et celle de Gefen (2000) (cf. tableau 28 et 29). L'échelle de Kim et *al.* (2000) est adaptée des travaux de Gefen (2000). Ces derniers avaient implémenté leur échelle auprès de 133 d'étudiants consommateurs sur la plateforme Amazon. Ils ont montré l'effet positif de la disposition à faire confiance sur la confiance. Notre choix s'est porté sur l'échelle adaptée de Kim et *al.* (2008). Cette dernière confirme de manière significative la validité de l'échelle de

Gefen (2000) sur laquelle elle est bâtie. En montrant l'effet de la disposition à faire confiance sur la confiance. L'étude Kim et *al.* (2008) a été menée sur 466 étudiants, dont 206 filles, et 260 garçons, et confirme que la disposition à faire confiance a un effet positif sur la confiance lors des achats sur les plateformes de commerce en ligne.

Tableau 28. Échelle de mesure sur la disposition à faire confiance issue des travaux de Kim et *al.* (2008)

Items d'origine	Items traduits et adaptés	Codes
I generally trust other people.	Je fais généralement confiance aux autres.	DISP1
I generally have faith in humanity.	J'ai généralement foi en l'humanité.	DISP2
I feel that people are generally reliable.	Je pense que les gens sont généralement fiables.	DISP3
I generally trust other people unless they give me reasons not to.	Je fais généralement confiance aux autres à moins qu'ils ne me donnent des raisons de ne pas le faire.	DISP4

Tableau 29. Échelle de mesure sur la disposition à faire confiance issue des travaux de Gefen, 2000)

Items d'origine
I generally trust other people
I tend to count upon other people
I generally have faith in humanity
I generally trust other people unless they give me reason not to

En ce qui concerne l'échelle sur la confiance (cf. tableau 30), nous avons choisi l'échelle adaptée du modèle de Kim et *al.* (2008). Ces derniers ont adapté leur échelle sur la base de deux travaux. Le premier item de l'échelle est à la fois adapté de celui de Gefen (2000) et de Jarvenpaa et *al.* (2000). Les deux autres items sont adaptés des travaux de Jarvenpaa et *al.* (2000) qui ont étudié la confiance des consommateurs dans les boutiques en ligne. Ces derniers ont adapté leur l'échelle à partir des travaux de Doney et Cannon (1997), qui étudient la confiance en l'implémentant dans une relation entre vendeurs et acheteurs.

Kim et *al.* (2008) mettent ainsi à jour cette échelle sur la confiance qui tire sa source de différents travaux. Les différents résultats de Doney et Cannon (1997), Gefen (2000), Jarvenpaa

et *al.* (2000) et Kim et *al.* (2008) ont montré la pertinence et la fiabilité de cette échelle. C'est sur cette base que repose notre choix.

Tableau 30. Échelle de mesure sur la confiance des investisseurs en l'ECF issue des travaux de Kim et al. (2008)

Items d'origine	Items traduits et adaptés	Codes
This site is trustworthy.	L'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> est digne de confiance.	CONIV1
This Website vendor gives the impression that it keeps promises and commitments.	L'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> me donne l'impression qu'il tient ses promesses et ses engagements.	CONIV2
I believe that this Website vendor has my best interests in mind.	Je crois que l' <i>Equity crowdfunding</i> est un moyen d'investissement qui agit au mieux de mes intérêts.	CONIV3

2.5 Échelles portant sur l'intention d'investissement, la familiarité à l'investissement

Le modèle de Kim et *al.* (2008) présente à la fois des échelles sur l'intention d'achat et sur la familiarité liée à l'achat que nous aurions pu mobiliser. Cependant, nous nous sommes tournés vers d'autres travaux qui les ont également implémentées. Notamment ceux de Shneor et Munim (2019), qui ont implémenté l'intention d'investissement en CF (cf. tableau 31). Les travaux de Moysidou et Hausberg (2020) ont également implémenté la familiarité en ECF (cf. tableau 32). Leurs échelles ont retenu notre attention, car elles ont été implémentées et validées dans le cadre du *crowdfunding*.

Nous avons choisi l'échelle de Shneor et Munim (2019) pour l'intention d'investissement. Elle a confirmé de manière significative l'effet de l'intention d'investissement sur la contribution financière des investisseurs en CF. Ils montrent que plus l'intention d'investissement est élevée, plus la contribution financière le sera tout autant.

Cette échelle de Shneor et Munim (2019) est extraite et adaptée de l'échelle de Cheung et Lee (2012), qui l'ont également adapté de l'échelle de Bock et *al.* (2005). Ces derniers ont étudié l'intention de partage de connaissance entre individus. Ils ont eux aussi adapté leur échelle sur celle de Fishbein et Ajzen (1975). Ces derniers ont travaillé sur les croyances, attitudes, intention et comportement.

Tableau 31. Échelle de mesure de l'intention d'investissement issue des travaux de Shneor et Munim (2019)

Items d'origine	Items traduits et adaptés	Codes
Given the chance, I intend to financially contribute to crowdfunding campaigns.	Si l'occasion se présente, j'ai l'intention de contribuer financièrement aux campagnes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	INTE1
It is likely that I will financially contribute to crowdfunding campaigns in the near future.	Il est probable que je contribue financièrement à des campagnes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> dans un proche avenir.	INTE2
I have the intention to financially contribute to crowdfunding campaigns.	J'ai l'intention de contribuer financièrement à des campagnes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	INTE3
I intend to actively contribute to crowdfunding campaigns financially.	J'ai activement l'intention de contribuer financièrement aux campagnes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	INTE4
Given the chance, I predict that I would financially contribute to crowdfunding campaigns in the future.	Si l'occasion se présente, je prédis que je contribuerai financièrement à des campagnes d'investissement en <i>Equity crowdfunding</i> .	INTE5

Pour la familiarité à l'investissement, l'échelle de Moysidou et Hausberg (2020) a été retenue. La dimension familiarité de Moysidou et Hausberg (2020) fait référence au degré de familiarité d'un investisseur avec le phénomène CF (connaissance et compréhension du CF). Ils montrent de manière significative que les investisseurs sont familiers au *Crowdlending* et que cela a un effet positif sur la confiance que ces derniers portent aux plateformes de *Crowdlending*.

L'échelle utilisée par Moysidou et Hausberg (2020) est adaptée de celle de Gefen (2000). Qui comme nous l'avons souligné précédemment, ce dernier l'a développé dans le cadre d'une étude sur les consommateurs de la plateforme Amazon.com.

Tableau 32. Échelle de mesure sur la familiarité des crowdfunders à l'investissement issue des travaux (Moysidou et Hausberg, 2020)

Items d'origine	Items traduits et adaptés	Codes
I am generally familiar with crowdfunding.	En général je suis familier avec les investissements.	FAM1
I am familiar with conducting online investments in crowdfunding projects.	Je suis familier avec la réalisation d'investissements en ligne.	FAM2
The process of supporting crowdfunding projects is known to me.	J'ai connaissance du processus d'investissement des projets en <i>Equity crowdfunding</i> .	FAM3

Conclusion du chapitre 5

Dans ce chapitre, nous avons présenté notre modèle de recherche et les différentes hypothèses qui le construisent. Comme souligné à l'introduction générale, nous avons émis des hypothèses de recherche qui sont basées à la fois sur le champ du commerce électronique, de la finance comportementale et du *crowdfunding*. Ces hypothèses siéent parfaitement avec notre périmètre d'étude qui entoure les plateformes d'ECF, qui sont également des plateformes de commerce en ligne destinées à l'investissement.

Nous avons émis des hypothèses sur la présence de certains biais comportementaux (le biais d'excès de confiance, le biais de suivisme, et le biais d'affinité) et de leurs influences sur la confiance en l'ECF. La disposition à faire confiance va être testée pour établir son effet sur la confiance en l'ECF. Quant à la familiarité à l'investissement, elle sera testée pour établir son effet sur la variable intention d'investissement et sur le biais excès de confiance. La confiance en l'ECF va se positionner comme variable médiatrice entre l'intention d'investissement et les autres variables sauf la familiarité à l'investissement.

En nous servant des travaux en finance comportementale et de ceux sur le commerce électronique, notre modèle se veut représentatif à la fois de l'activité financière et commerciale qu'exercent les plateformes d'ECF, et de leur structure biface qui leur permet de fournir des services en tant que plateforme de commerce en ligne.

Ce chapitre nous a également permis de développer et justifier le choix des différentes échelles qui permettront de tester nos sept hypothèses.

Ces hypothèses seront testées quantitativement avec une modélisation par équations structurelles dans le chapitre qui suit.

Chapitre 6 : Étude quantitative : méthodologie et présentation des résultats

Objectifs du chapitre : dans ce chapitre, nous présentons les résultats quantitatifs obtenus à la suite de l'enquête menée auprès des investisseurs particuliers sur les plateformes d'ECF. Premièrement, nous présentons les statistiques descriptives de notre échantillon d'investisseurs particuliers. Deuxièmement, nous faisons des tests de Khi-carré sur nos variables sociodémographiques. Troisièmement, nous testons par des équations structurelles notre modèle conceptuel présenté au chapitre précédent. Enfin, nous terminons par l'interprétation des résultats obtenus.

Introduction du chapitre 6

La question de recherche qui guide cette étude est la suivante : *quels sont les biais comportementaux pouvant affecter positivement la confiance qu'ont les investisseurs au marché de l'Equity crowdfunding et par ricochet leur intention d'investissement ?* Au chapitre 5 nous avons posé nos hypothèses de recherche, construit notre modèle conceptuel et préparé les échelles de mesure pour notre étude quantitative. Dans ce chapitre, nous allons tester notre modèle et présenter nos résultats.

La collecte de données s'est étalée sur la période de novembre 2020 à mai 2021. Un échantillon de 266 individus a répondu à notre questionnaire. Roussel et Wacheux (2005, p. 255) préconisent que : « la taille de l'échantillon doit réunir de 5 à 10 fois plus d'individus qu'il n'y a d'items soumis à une analyse factorielle. Pour être plus précis, il faut considérer l'échelle du questionnaire qui est composée du plus grand nombre d'items ». Notre enquête comprend 32 items au total, et l'échelle du biais d'excès de confiance et celle du biais de suivisme sont les plus grandes dimensions avec chacune 6 items. Nous devons multiplier à minima 6 x 5 ou à maxima 6 x 10 ce qui nous donne respectivement 30 et 60 individus ce qui est conforme aux recommandations. Lorsque nous extrapolons en faisant le nombre total d'items de notre questionnaire 32 x 5 nous trouvons qu'il faut minimum 160 individus pour notre enquête, ce qui est une fois de plus conforme aux recommandations.

La présentation des résultats se fera en plusieurs étapes. Tout d'abord, nous exposerons les résultats statistiques permettant de décrire l'échantillon qui a fait l'objet de notre étude. Nous

avons utilisé le test d'indépendance du Khi-carré pour mettre en relation des données sociodémographiques. L'objectif est de voir s'il existe des relations entre des groupes de personnes (âge, genre, statut professionnel) et les montants investis en ECF. Nous le faisons à l'aide du logiciel SPSS IBM 21.

Par la suite, toujours à l'aide du logiciel d'extraction et d'analyse de données statistiques SPSS IBM 21, nous présentons les tests de fiabilité des échelles de mesure utilisées pour répondre à notre question de recherche. Ces tests de fiabilité permettent d'épurer les échelles, afin de pouvoir les passer par la suite dans le logiciel AMOS IBM 21 pour évaluer la pertinence de notre modèle (Jolibert et Jourdan, 2021 ; Midy, 1996). AMOS IBM 21 est un logiciel de modélisation par équations structurelles qui permet de tester des modèles conceptuels. Nous y implémentons les données collectées, afin d'obtenir un modèle satisfaisant au regard des indices statistiques attendus d'une modélisation d'équations structurelles dans le logiciel AMOS IBM 21.

1. Méthodologie de recherche

Il existe trois principales démarches quantitatives que sont l'enquête, l'expérimentation et la simulation (Royer et Zarlowski, 2014, p. 172-173).

L'expérimentation est une : « observation factuelle sous facteurs contrôlés [...] reproduire en laboratoire un événement naturel afin de faciliter son observation et de disposer de données aisément reproductibles » (Lesage, 2000, p.70). Cependant, Lesage (2000, p.70) souligne que cette méthode est minoritaire en sciences de gestion du fait « qu'un objet social naturel ne peut être reproduit dans des conditions artificielles ».

La simulation « est un outil permettant aux chercheurs d'appréhender la complexité inhérente aux systèmes sociaux. En développant un programme informatique simple, afin de comprendre comment un système s'approche » (Cartier, 2014, p.524). Ce dernier souligne qu'elle est utile pour reproduire de manière informatique des systèmes relationnels sociaux, biologiques ou mécaniques dans des conditions préétablies. Elle permet par exemple de modéliser de manière informatique des comportements humains dans un environnement déterminé.

Ces deux méthodes nécessitent de contrôler l'environnement dans lequel va être menée la recherche, en constituant des groupes aléatoires et en manipulant des variables comme dans le cas de l'expérimentation (Delacroix et *al.*, 2021, p.89-104). Notre démarche ne s'inscrit pas dans cette lancée. Nous voulons mesurer l'intensité des attitudes des individus à partir des échelles de valeurs et sans aucune contrainte, afin d'établir des relations de cause à effet. C'est la raison pour laquelle nous avons opté pour l'enquête en ligne. C'est une démarche communément utilisée dans les sciences humaines et sociales pour l'étude des attitudes. Elle permet de laisser l'individu s'exprimer naturellement dans son environnement décisionnel. Ganassali et Moscarola (2004) soulignent que l'enquête en ligne a plusieurs avantages : il permet d'obtenir un échantillon de répondants conséquents sans contraintes de temps et de moyens ; il donne la possibilité de présenter le questionnaire de manière aléatoire, avec des contraintes sur les questions selon les choix du répondant ; l'ergonomie du questionnaire en ligne facilite la navigation et la compréhension. L'enquête se présente comme suit (cf. tableau 33) :

Tableau 33. Démarche d'une enquête quantitative

Démarche	Objectif principal de la démarche	conception	Collecte de données	Analyse	références
Enquête	Décrire une population. Explorer ou tester des relations causales et des contingences.	constitution de la base d'échantillonnage et élaboration du questionnaire	administration du questionnaire aux individus de l'échantillon	analyses quantitatives multivariées : Logit, régression, PLS, LISREL, HLM... en fonction du modèle testé	Philogène et Moscovici (2003) ; Knoke, Marsden et Kallenberg (2002)

Source : Royer et Zarlowski, 2014, p. 173)

1.1 Conception et mode d'administration du questionnaire

1.1.1 Conception du questionnaire

Notre questionnaire a été conçu à l'aide de la plateforme « Sphinx Online ». Elle permet la conception, la diffusion du questionnaire, le recueil de données et certaines analyses statistiques primaires. Après avoir sélectionné nos items, nous les avons intégrés dans la plateforme Sphinx Online. En graduant les items sur une échelle de mesure de Likert à 7 points, de « pas du tout d'accord » à « tout à fait d'accord » (cf. annexe 5).

Nous avons conçu notre questionnaire avec un discours introductif (voir Figure 46). « Le discours introductif donne l'occasion de limiter, voire de circonscrire, deux biais qui sont liés au comportement du répondant : le biais de l'anxiété d'être évalué et le biais de stimulation par la dissimulation de l'objectif recherché » (Gavard – perret et al., 2008, p. 122). En suivant ces recommandations, nous avons pris soin de découper le questionnaire en sections, tout en expliquant aux répondants les objectifs de chaque section et comment y répondre.

DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DE L'EQUITY CROWDFUNDING

Notre étude a pour objectif de comprendre et de mettre en évidence les comportements qui soutiennent les décisions d'investissement sur le marché du financement participatif par capital, encore appelé Equity-crowdfunding.

L'Equity crowdfunding permet aux jeunes entreprises ayant besoin de lever des capitaux, de solliciter l'épargne des particuliers via des plateformes de financement sur internet.

La présente étude a pour objectif de déterminer les facteurs cognitifs et affectifs qui entrent en jeu dans la prise de décision financière chez les investisseurs particuliers présents sur les plateformes d'Equity crowdfunding.

Dans cette optique nous vous sollicitons pour répondre à ce questionnaire. Sur une échelle de 7 points allant de "pas du tout d'accord à tout à fait d'accord", vous devez donner votre degré d'approbation par rapport aux affirmations proposées. Il n'y a aucune bonne ou mauvaise réponse. Le but étant que vous nous exprimez votre ressenti de la manière la plus sincère.

Nous tenons à vous préciser que cette étude est menée dans le cadre d'une recherche doctorale. Les informations sont donc strictement confidentielles, et ne feront l'objet d'aucune diffusion.

Prière de terminer le questionnaire pour qu'il soit valide!

Merci d'avance pour votre contribution.

**Equity-crowdfunding = financement participatif par capital*



Figure 46 : Présentation de l'introduction du questionnaire

Notre questionnaire a également été traduit en anglais pour être diffusé aux investisseurs anglosaxons. Certains items issus des travaux en anglais n'ont pas eu besoin d'être modifiés ou l'ont été légèrement.

Notre questionnaire a par la suite fait l'objet d'un prétest auprès d'un échantillon (n=30) pour s'assurer de la qualité du questionnaire, selon les recommandations de Roussel et Wacheux (2005, p. 253). Nous avons constaté que le questionnaire ne souffrait d'aucune interrogation de la part des investisseurs. Ils ont bien saisi la démarche et les questions qui leur ont été posées. Les réponses de cet échantillon de 30 individus n'ont présenté aucune anomalie ou incohérence dans la structure statistique des résultats attendus. De même, de manière fonctionnelle la méthode de diffusion du questionnaire et de recueil de données en ligne s'est montrée fonctionnelle tout au long du processus. Aucune modification n'a été apportée au questionnaire. Nous l'avons dès lors diffusé à un échantillon plus large.

1.2 Terrain de recherche

Comme nous l'avons souligné tout au long de notre travail, notre terrain de recherche regroupe les plateformes de financement participatif par capital encore appelées plateformes d'*Equity crowdfunding*. Nous avons envoyé notre questionnaire aux investisseurs particuliers présents sur les plateformes d'ECF françaises par le biais du réseau social professionnel LinkedIn. Nous avons également envoyé notre questionnaire aux investisseurs particuliers présents sur les deux plus grandes plateformes d'ECF anglaises nommées Seedrs et Crowdcube, toujours par le biais de réseau social professionnel LinkedIn. L'objectif était d'augmenter la représentativité de notre étude. Les investisseurs présents sur la plateforme d'ECF LITA.CO ont également été sollicités. Cette plateforme opère en France, en Belgique et en Italie. Nous avons remarqué que les investisseurs des pays francophones comme la Belgique et la Suisse investissent beaucoup sur les plateformes d'ECF françaises.

1.3 Mode d'administration du questionnaire

Comme nous l'avons souligné lors de notre étude qualitative, nous n'avons pas eu l'opportunité de mener notre enquête directement avec une plateforme d'ECF. Nous avons dû passer par les réseaux sociaux pour atteindre les investisseurs. La démarche a été la même que celle de l'étude qualitative. Nous prenions contact avec les personnes ayant laissé un commentaire, partagé ou aimé une publication faite par une plateforme d'ECF sur le réseau social professionnel LinkedIn. Nous leur envoyions un message très bref (sous restriction de la plateforme, la longueur du premier message est très courte). Si après réception du message et lecture la personne ne répondait pas, nous lui formulions un message de relance (voir figure 47). Nous avons ainsi envoyé plus de 3 800 demandes à travers le réseau social professionnel LinkedIn. Cependant, l'algorithme du réseau social restreignait nos envois à un nombre limité par semaine. Toutefois, nous avons pu obtenir 266 répondants qui ont complété intégralement le questionnaire.

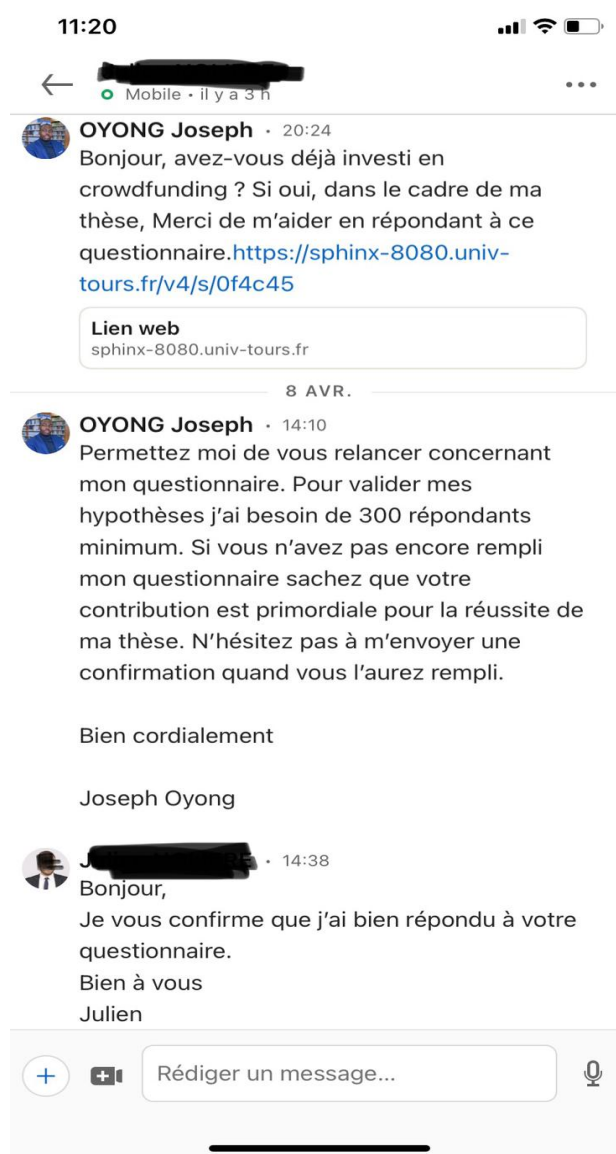


Figure 47. Envoi du questionnaire pour recueil des données

2. Profilage et investisseurs interrogés

Dans cette partie, nous allons présenter les statistiques liées aux profils des investisseurs ayant participé à notre étude. Nous présentons également quelques relations statistiques entre les données sociodémographiques (âge, genre, statuts professionnels) et les montants investis. Ces relations statistiques bien qu'ordinaires sont nécessaires pour saisir l'impact des variables sociodémographiques sur les investissements réalisés. Elles permettent également d'actualiser les statistiques portant sur les montants investis en ECF et les profils des investisseurs.

2.1 Statistiques descriptives des investisseurs

Notre questionnaire a été complété en entier par 266 investisseurs. Comme le montre le tableau 34 ci-dessous, les investisseurs sont principalement issus de la région Europe. Cela est normal, étant donné que notre étude a été faite principalement en France et sur quelques pays aux alentours. Le tableau 35 ci-dessous présente les individus ayant répondu au questionnaire en français ou en anglais. Comme souligné précédemment, nous avons interrogé les investisseurs présents sur deux grandes plateformes anglaises notamment Seedrs et Crowdcube. C'est donc la répartition des investisseurs anglophones et francophones présents dans notre étude. Cette mixité permet d'augmenter la représentativité de notre étude.

Tableau 34. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon la zone géographique

		Fréquence	Pourcentage
	Afrique	5	1,9 %
	Amérique	6	2,3 %
	Asie	8	3,0 %
	Europe	247	92,9 %
	Total	266	100,0 %

Tableau 35. Profilage sociodémographique de l'échantillon par langues parlées

		Fréquence	Pourcentage
	Français	212	79,7 %
	Anglais	54	20,3 %
	Total	266	100,0 %

Le Tableau 36 ci-dessous représente le pourcentage de femmes et d'hommes ayant répondu à notre questionnaire. Ce résultat correspond sensiblement à ceux présentés par le baromètre du financement participatif France 2020. Ce baromètre⁵⁷ montre une répartition de 79,9 % d'hommes pour 20,1 % de femmes. Pour rappel, nos données ont été recueillies sur la période allant de novembre 2020 à mai 2021. Nous estimons que ce résultat concorde avec la réalité au moment de la collecte de données.

Tableau 36. Profilage sociodémographique de l'échantillon par sexe

		Fréquence	Pourcentage
	Masculin	210	78,9 %
	Féminin	56	21,1 %
	Total	266	100,0 %

Nos données montrent qu'un grand nombre d'investisseurs sont compris dans la tranche d'âge allant de 26 à 35 ans (27,4 %) et de 41 à 50 ans (22,9 %) (cf. tableau 37). Le baromètre du financement participatif France (2020) souligne que les investisseurs ont une moyenne d'âge de 44 ans.

Plus de la moitié des investisseurs détiennent un diplôme d'études supérieur de Bac+5 (57,1 %) (cf. tableau 38). Les statuts professionnels prédominants sont les cadres moyens et salariés à 43,6 % et les cadres supérieurs et professions libérales (40,6 %) (cf. tableau 39).

⁵⁷Mazars. (2020).

https://www.mazars.fr/content/download/1036111/54056733/version//file/MAZARS_Barom%C3%A8tre%20du%20crowdfunding%202020_Fevrier2021.pdf [consulté le 16/06/2021]

Tableau 37. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon l'âge

Tranche d'âge	Fréquence	Pourcentage
20 ans à 25 ans	23	8,6 %
26 ans à 35 ans	73	27,4 %
36 ans à 40 ans	45	16,9 %
41 ans à 50 ans	61	22,9 %
51 ans à 60 ans	38	14,3 %
Moins de 20 ans	4	1,5 %
Plus de 60 ans	22	8,3 %
Total	266	100,0 %

Tableau 38. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon le niveau académique

Niveau académique	Fréquence	Pourcentage
Autre	4	1,5 %
Baccalauréat	14	5,3 %
CAP, BEP	5	1,9 %
DEUG, BTS, DUT, DEUST	35	13,2 %
Doctorat, habilitation à diriger des recherches	16	6,0 %
Licence, licence professionnelle	17	6,4 %
Maîtrise, master 1	23	8,6 %
Master, diplôme d'études approfondies, diplôme d'études supérieures spécialisées, diplôme d'ingénieur	152	57,1 %
Total	266	100,0

Tableau 39. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon le statut professionnel

Statut professionnel	Fréquence	Pourcentage
Cadres moyens et salariés	116	43,6 %
Cadres supérieurs et professions libérales	108	40,6 %
Étudiants	18	6,8 %
Patrons d'industrie et du commerce	24	9,0 %
Total	266	100,0

Les sommes investies en ECF se concentrent en dessous des 5 000 € (cf. tableau 40). Cette tranche d'investissement correspond aux 3 419 € en moyenne soulignés par le baromètre 2020 du CF en France.

Tableau 40. Profilage sociodémographique de l'échantillon selon les montants investis

Tranche d'investissement		Fréquence	Pourcentage
	1 0001 € à 20 000 €	43	16,2 %
	1 001 € à 5 000 €	59	22,2 %
	20 001 € à 50 000 €	33	12,4 %
	5 001 € à 10 000 €	28	10,5 %
	50 001 € à 100 000 €	21	7,9 %
	moins de 1 000 €	59	22,2 %
	Plus de 100 001 €	23	8,6 %
	Total	266	100,0 %

2.2 Test d'indépendance du Khi-carré : relations entre les données sociodémographiques et les montants investis sur le marché de l'*Equity crowdfunding*

À partir des résultats précédents, d'autres relations ont pu être établies :

- relation entre l'âge et les montants investis en ECF.
- relation entre le genre et les montants investis en ECF.
- relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF.

Pour établir ces relations, nous avons mobilisé le logiciel SPSS IBM 21 qui permet de faire le test d'indépendance du Khi-carré. C'est une méthode statistique permettant d'établir l'existence ou non d'un lien entre deux variables qualitatives (Zheng, et *al.*, 2019). Deux hypothèses sont émises lors des tests d'indépendance H_0 et H_1 :

- pour l'hypothèse (H_0) les variables sont indépendantes, il n'y a pas de relation entre elles.
- pour l'hypothèse (H_1) les variables dépendantes, il y a une relation entre elles.

« Signification asymptotique où la valeur de p est l'erreur alpha, soit la probabilité ou le risque de commettre une erreur. Cette valeur de p permet de confirmer ou d'infirmer les hypothèses statistiques (H_1). Le seuil de signification est de 0,05. Si la valeur de p est supérieure à 0,05, vous devez accepter l'hypothèse nulle (H_0 – l'absence de relation) et conclure qu'il n'y a pas de relations entre ces deux variables. Autrement dit, les deux variables sont indépendantes. L'indépendance signifie que la valeur d'une des deux variables ne nous donne aucune information sur la valeur possible de l'autre variable. » (Zheng, et al., 2019, p.70).

Les niveaux d'acceptation ou de significativité sont les suivants :

$$p \leq 0,001 = *** \mid 0,001 \leq p \leq 0,01 = ** \mid 0,01 \leq p \leq 0,05 = *.$$

En complément du test d'indépendance du Khi-carré qui établit l'existence d'une relation entre deux variables qualitatives, nous avons utilisé deux indicateurs qui permettent de quantifier l'intensité de la relation. Nous aurions pu utiliser un seul indicateur, mais nous avons voulu confirmer nos résultats par deux indicateurs. Ces indicateurs sont le V de Cramer et le test de contingence. Ces deux indicateurs sont compris entre [0 et 1] (Stafford et Bodson, 2006). Pour le test de contingence, nous avons pris pour référence les valeurs données par Stafford et Bodson (2006) (cf. tableau 41). Cependant, il y a peu de consensus sur la segmentation des valeurs du V de Cramer. Toutefois, nous avons retenu pour référence les valeurs données par Lee (2016) (cf. tableau 42)

Tableau 41. Valeurs pour le test de contingence

Les valeurs du test CC	La forme d'association
$0,00 \leq 0,10$	Une association nulle ou très faible
$0,11 \leq 0,20$	Une association faible
$0,21 \leq 0,30$	Une association moyenne
$0,31 \leq 0,40$	Une association forte
$0,41 \geq$	Une association très forte

Source : Stafford et Bodson (2006)

Tableau 42. Valeurs pour le V de Cramer

Valeurs V de Cramer	Forme d'association
$0,00 \leq 0,10$	Nul
$0,10 \leq 0,20$	Faible
$0,20 \leq 0,40$	Modéré
$0,40 \leq 0,60$	Relativement fort
$0,60 \leq 0,80$	Fort
$0,80 \leq 1,00$	Très fort

Source : Lee (2016)

2.2.1 Relation entre l'âge et les montants investis en ECF

Lorsque nous croisons l'âge aux montants investis des 266 répondants, nous constatons que les personnes entre 51 ans et 60 ans ont des portefeuilles atteignant les 100 000 €. Suivis des 26 à 35 ans avec des portefeuilles pouvant aller jusqu'à 20 000 €. Les investisseurs de 41 à 50 ans ont des positions étendues sur toutes les plages de montants investis (voir Figure 48).

Les personnes entre 51 ans et 60 ans investissent des montants plus élevés. Cela montre que les montants investis croissent avec l'âge des investisseurs. On peut s'en tenir à la simple explication que les personnes âgées détiennent une épargne plus conséquente et peuvent donc investir des montants plus élevés.

Le Khi-carré est significatif avec $p \leq 0,001 = ***$ (cf. tableau 43). Le V de Cramer montre une force de relation de 0,242 (cf. tableau 44). Le coefficient de contingence se situe à 0,510 (cf. tableau 44). On conclut qu'il y a une relation significative entre l'âge et les montants investis.

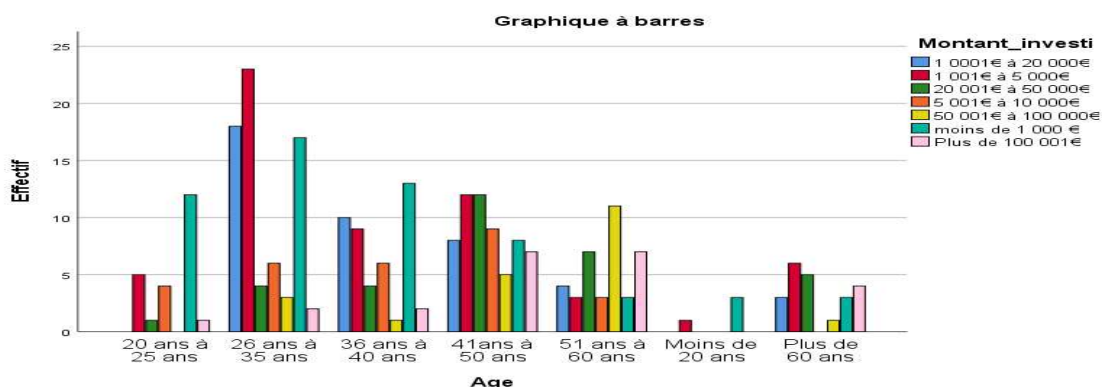


Figure 48. Graphique sur la relation entre l'âge et les montants investis en ECF

Tableau 43. Tests du khi-carré sur relation entre l'âge et les montants investis en ECF

Tests du khi-carré			
	Valeur	ddl	Signification asymptotique [bilatérale] ou p-value
khi-carré de Pearson	93,570 ^a	36	0,000
Rapport de vraisemblance	93,182	36	0,000
N d'observations valides	266		

Tableau 44. Mesures symétriques sur la relation entre l'âge et les montants investis en ECF

Mesures symétriques		
	Valeur	Signification approximative ou p-value
V de Cramer	0,242	0,000
Coefficient de contingence	0,510	0,000
N d'observations valides	266	

2.2.2 Relation entre le genre et les montants investis en ECF

Nous rappelons que notre effectif est constitué de 210 hommes et 56 femmes. Lorsque nous croisons la variable « genre » à la variable « montants investis », nous constatons que les femmes investissent des montants bien inférieurs à ceux des hommes. Près de la moitié de leurs investissements soit 44,6 % est en dessous de 1 000 €. 71,4 % de leurs investissements se situent en dessous de 5 000 €. Chez les hommes, nous constatons une disparité. Les investissements se situent entre [1 001 € à 5 000 €] pour 21 % [10 001 € à 20 000 €] pour 17,1 % et [20 001 € à 50 000 €] pour 13,8 % (voir Figure 49).

Le Khi-carré s'est montré significatif avec $p \leq 0,001 = ***$ (cf. tableau 45). Le V de Cramer montre une force de relation de 0,322, le coefficient de contingence se situe à 0,315 (cf. tableau 46). On conclut qu'il y a une relation significative entre le genre et les montants investis. Aussi, les hommes investissent des montants plus élevés que les femmes en ECF.

Il est important de souligner la faible représentativité des femmes dans la population étudiée. Cependant, nos données sont bien représentatives des investisseuses femmes au regard

des données publiées par le baromètre de l'ECF 2020 en France comme souligné précédemment.

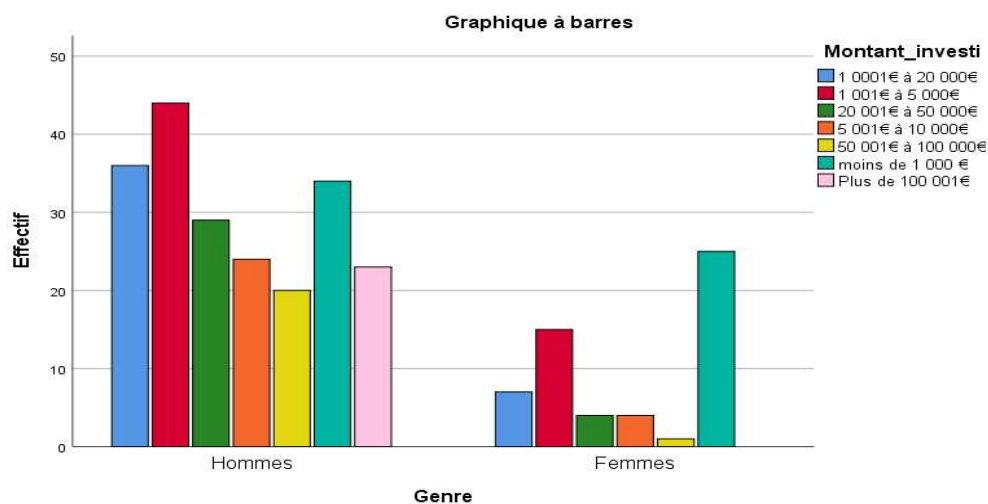


Figure 49. Graphique sur la relation entre le genre et les montants investis en ECF

Tableau 45. Tests du khi-carré sur la relation entre le genre et les montants investis en ECF

	Valeur	ddl	Signification asymptotique [bilatérale] ou p-value
khi-carré de Pearson	29,245 ^a	6	0,000
Rapport de vraisemblance	32,893	6	0,000
N d'observations valides	266		

Tableau 46. Mesures symétriques sur la relation entre le genre et les montants investis en ECF

	Valeur	Signification approximative ou p-value
V de Cramer	0,322	0,000
Coefficient de contingence	0,315	0,000
N d'observations valides	266	

2.2.3 Relation entre le statut professionnel et les montants investis

Nous avons scindé le statut professionnel en quatre groupes [les étudiants ; les cadres moyens et salariés ; les cadres supérieurs et les professions libérales ; enfin les patrons d'industrie et de commerce].

Les résultats les plus significatifs sont les suivants (voir Figure 50). Nous constatons que plus de 66 % des étudiants ont investi moins de 1 000 €. Relativement à leur nombre, ce sont les investisseurs les plus concentrés dans cette tranche. Dans la tranche [1 001 € à 5 000 €] nous observons que les pourcentages d'investisseurs pour tous les groupes sont compris entre [21,3 % et 25 %]. Dans la tranche [5 001 € à 10 000 €] relativement au nombre d'investisseurs, les cadres supérieurs et salariés sont majoritaires dans cette tranche avec 15,5 %. Dans la tranche [500 001 € à 100 000 €] relativement au nombre d'investisseurs, les cadres supérieurs et professions libérales sont les premiers avec 12 % d'investisseurs. Dans la tranche [20 001 € à 50 000 €] et celle de [plus de 100 000 €] les patrons d'industrie et de commerce sont les premiers avec respectivement 25 % et 12,5 % d'investisseurs.

Le Khi-carré s'est montré significatif avec $p \leq 0,001 = ***$ (cf. tableau 47). Le V de Cramer montre une force de relation de 0,240 (cf. tableau 48). Le coefficient de contingence se situe à 0,384 (cf. tableau 48). On conclut qu'il y a une relation significative entre le statut professionnel et les montants investis.

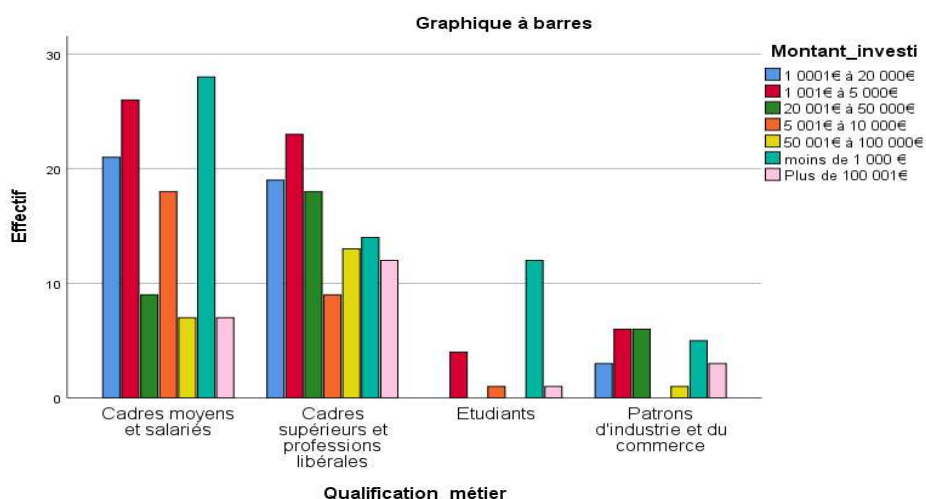


Figure 50. Graphique sur la relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF

Tableau 47. Tests du khi carré sur la relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF

	Valeur	ddl	Signification asymptotique [bilatérale] ou p-value
khi-carré de Pearson	46,132 ^a	18	0,000
Rapport de vraisemblance	49,345	18	0,000
N d'observations valides	266		

Tableau 48. Mesures symétriques sur la relation entre le statut professionnel et les montants investis en ECF

	Valeur	Signification approximative ou p-value
V de Cramer	0,240	0,000
Coefficient de contingence	0,384	0,000
N d'observations valides	266	

Ces différents résultats montrent que les éléments sociodémographiques (âge, genre, le statut professionnel) jouent un rôle significatif dans les investissements qui sont faits sur le marché de l'ECF.

3. Tests de fiabilité et analyse factorielle confirmatoire de notre modèle

Dans l'ouvrage sur les méthodes de recherche en management, Mbengue et *al.* (2014, p.367) nous présente la démarche de modélisation par une approche quantitative en trois étapes : Premièrement, la spécification des concepts et variables. Nous l'avons fait au *chapitre 5 : 1.* Deuxièmement la spécification des relations entre concepts et variables du modèle. Cela a également été fait au *chapitre 5.* Troisièmement le test du modèle, c'est-à-dire l'examen de sa validité. C'est cette troisième étape que nous allons présenter dans les lignes qui suivent.

L'examen de la validité de notre modèle passe par différentes étapes (voir Figure 51). Ces étapes sont généralement utilisées en sciences de gestion pour tester un modèle (El Akremi et *al.*, 2005, p.299-322 ; Mbengue et *al.*, 2014, p.384-385). Il s'agit dans notre cas d'implémenter notre modèle par la méthode des équations structurelles. Plusieurs phases doivent être validées. Nous allons tout d'abord tester la fiabilité des différentes dimensions de notre modèle à l'aide de l'Apha de Cronbach. Cette procédure vise à épurer nos échelles de mesure (Jolibert et Jourdan 2021, p.125). Par la suite, nous ferons une analyse factorielle confirmatoire (AFC) qui nous permettra de tester la validité de notre structure factorielle conçue sur la base de notre modèle théorique. Ces étapes seront répétées si nécessaire afin d'obtenir une structure factorielle qui donne des indices de validation satisfaisants (El Akremi et *al.*, 2005, p.299-322 ; Damperat et *al.*, 2021, p.430-473).

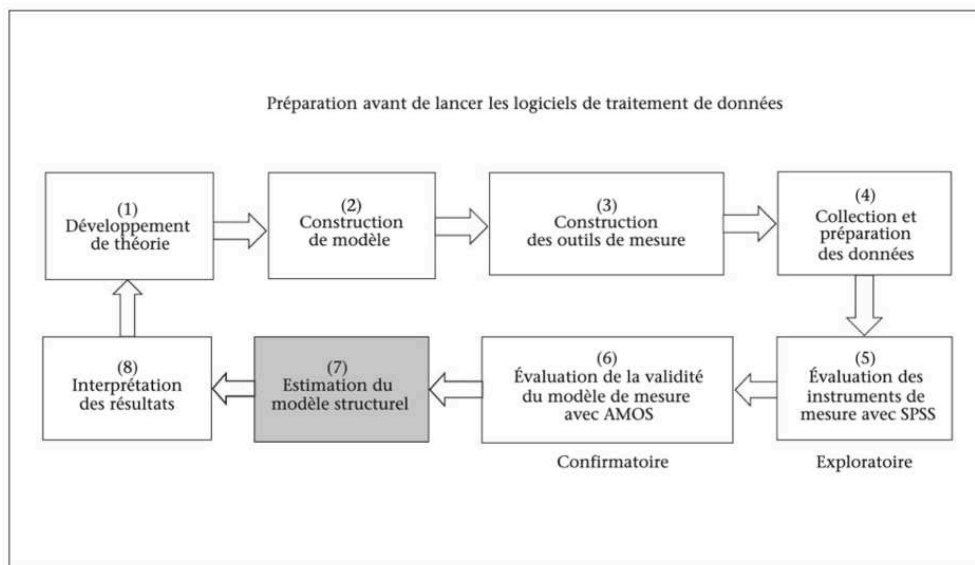


Figure 51. Procédure de construction d'un modèle par la méthode des équations structurelles

Source : Zheng, L., Plaisent, M., Zuccaro, C., et Bernard, P. (2019)

3.1 Évaluation des instruments de mesure avec SPSS

On parlera de fiabilité comme : « le degré de stabilité d'une mesure pendant un temps indéterminé, et ce quels que soient les participants » (Darmon et al., 1991, p.248). La mesure de la fiabilité permet de déterminer la justesse d'un instrument de mesure lorsqu'il est utilisé pour mesurer plusieurs fois le même objet ou le même phénomène (Drucker-Godard et al., 2014, p. 304 - 308).

Pour y arriver, nous devons calculer les corrélations moyennes d'un groupe d'items afin d'en estimer la cohérence interne grâce à la méthode développée par Cronbach (1951), appelé coefficient de l'alpha de Cronbach. Cet alpha est compris entre 0 et 1. Plus il est proche de 1, plus il est bon (Pras et al., 2003). Un alpha de Cronbach supérieur à 0,7 serait le minimum requis dans une recherche exploratoire (Nunnally, 1978). La formule utilisée est la suivante :

$$\alpha = \frac{k}{k-1} \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^k \sigma^2}{\sigma_T^2} \right)$$

Où :

k = nombre d'items composant l'échelle ;

σ^2 = variance du $i^{\text{ème}}$ item avec $i=1,2,\dots k$;

σ_T^2 = variance de toute l'échelle.

Toutefois, il est important de souligner que malgré la bonne cohérence interne d'une dimension analysée, certains items peuvent être exclus si ces derniers pris séparément ne sont pas cohérents avec les autres. Leur suppression augmenterait l'alpha de Cronbach de cette dimension (Midy, 1996). « Les items possédant de faibles corrélations avec les autres items de l'échelle (inférieures à 0,50) ou ceux dont l'inclusion conduit à une brusque détérioration de la valeur de l'alpha coefficient sont généralement supprimés » (Jolibert et Jourdan, 2021, p.137-138).

Le tableau 49 ci-dessous présente les statistiques de fiabilité de l'ensemble des dimensions de notre modèle. Le tableau 50 suivant montre les tests de fiabilité détaillés des différentes dimensions. Les items surlignés en noir sont ceux qui ont été supprimés afin d'améliorer la cohérence interne de la dimension correspondante.

Tableau 49. Statistiques de fiabilité

Dimensions	Alpha de Cronbach	Alpha de Cronbach basé sur des éléments standardisés	Nombre d'éléments
Biais d'excès de confiance (EXC)	0,841	0,847	6
Biais de suivisme (SUI)	0,821	0,823	6
Biais d'affinité (AFF)	0,704	0,684	3
Disposition à faire confiance (DISP)	0,861	0,864	4
Confiance des investisseurs au marché de l'ECF (CONIV)	0,778	0,778	3
Intention d'investir en ECF (INTE)	0,941	0,941	5
Familiarité à l'investissement (FAM)	0,897	0,897	3

Dans le tableau 50 ci-dessous, seule la dimension du biais d'affinité a été modifiée. L'item 2 a été supprimé afin d'améliorer la cohérence interne de la dimension. Nous sommes passés d'un alpha du Cronbach de 0,690 à 0,704. Pour être plus explicite, en observant la colonne « *Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément* » du tableau 50, les scores affichés représentent l'alpha de Cronbach qui pourrait être obtenu par la dimension si l'item venait à être supprimé.

Dans le tableau 50, le biais d'affinité présente un alpha de Cronbach de 0,704, ce qui est acceptable. La dimension confiance des investisseurs au marché de l'ECF a un alpha de Cronbach de 0,778 qui est également acceptable. Toutes les autres dimensions présentent de bons alpha de Cronbach, allant de 0,821 pour le biais de suivisme jusqu'à 0,941 pour l'intention d'investir en ECF.

Tableau 50. Statistiques de total des éléments

	Moyenne de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Variance de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Corrélation complète des éléments corrigés	Carré de la corrélation multiple	Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément
EXC1	27,13	18,688	0,698	0,684	0,801
EXC2	27,08	19,318	0,640	0,649	0,812
EXC3	27,46	17,268	0,662	0,463	0,807
EXC4	26,77	19,149	0,623	0,447	0,815
EXC5	27,22	18,626	0,675	0,503	0,805
EXC6	27,47	19,277	0,463	0,264	0,850
SUI1	21,49	22,907	0,669	0,581	0,775
SUI2	22,20	23,996	0,519	0,292	0,809
SUI3	21,50	23,232	0,655	0,562	0,778
SUI4	20,65	24,121	0,539	0,296	0,803
SUI5	20,53	25,095	0,563	0,551	0,798
SUI6	20,56	24,209	0,586	0,565	0,793
AFF1	14,53	13,005	0,389	0,191	0,677
AFF2	15,24	11,451	0,346	0,187	0,704
AFF3	15,98	8,218	0,630	0,570	0,507
AFF4	16,14	9,655	0,568	0,546	0,560
DISP1	14,00	12,819	0,725	0,539	0,818
DISP2	14,03	11,482	0,690	0,492	0,835

DISP3	14,35	12,418	0,729	0,534	0,815
DISP4	13,51	12,515	0,701	0,517	0,826
CONIV1	9,92	4,077	0,556	0,324	0,762
CONIV2	10,00	3,377	0,687	0,474	0,618
CONIV3	10,06	3,471	0,609	0,397	0,709
INTE1	22,59	20,521	0,844	0,748	0,927
INTE2	22,56	20,398	0,822	0,688	0,930
INTE3	22,64	19,055	0,900	0,831	0,915
INTE4	22,88	18,449	0,867	0,775	0,923
INTE5	22,57	20,971	0,777	0,617	0,938
FAM1	11,47	6,642	0,870	0,794	0,790
FAM2	11,35	6,946	0,857	0,784	0,800
FAM3	11,10	9,495	0,700	0,491	0,937

3.2 Évaluation de la validité du modèle avec AMOS

3.2.1 Analyse factorielle confirmatoire

L'analyse factorielle confirmatoire est une forme de modélisation par équations structurelles. Elle permet de tester de manière simultanée des relations entre variables d'un modèle dans une démarche hypothético-déductive. Cette démarche de causalité vise à juger ou à tester de la cohérence générale du modèle (Mbengue et *al.*, 2014, p. 374-386 ; Roussel et *al.*, 2005, p. 297-322 ; Delacroix et *al.*, 2021).

« Les modèles à équations structurelles consistent en un système d'équations pouvant être représenté sous forme de graphe orienté, les nœuds représentent les variables sous forme de carré pour les variables manifestes et sous forme de rond pour les variables latentes, les arcs modélisent les liens de causalité. Chaque variable manifeste est associée à une seule variable latente et les variables latentes peuvent être liées entre elles » (Mourre, 2013, p. 4).

Nous allons implémenter notre modèle dans le logiciel AMOS IBM 21. À l'aide de certains indices d'ajustement, nous chercherons à voir dans quelle mesure notre modèle correspond aux données empiriques récoltées. Trois groupes d'indices (cf. tableaux 51, 52) vont permettre d'évaluer la correspondance entre nos données et notre modèle.

Tableau 51. Indices de mesure absolus

Types Indices	indices	Seuils attendus	Explications
Indices de mesure absolus	Chi-carré	Pas défini	Il sert à tester l'hypothèse nulle selon laquelle la théorie s'ajuste bien aux données (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	GFI : <i>Goodness of Fit Index</i>	> 0,9	La part relative de la variance et de la covariance expliquées par le modèle testé. (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	AGFI : <i>Adjusted Goodness of Fit Index</i>	> 0,9	La part relative ajustée par le nombre de variables par rapport au nombre de degrés de liberté. (El Akremi et <i>al.</i> ,

			2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	SRMR : <i>Standardized Root Mean square Residual</i>	< 0,05	Appréciation Moyenne des résidus, les résidus étant la différence entre les covariances (ou corrélation) estimées et celles observées. (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	RMSEA : <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	< 0,01 excellent < 0,05 correct < 0,08 acceptable > 0,10 mauvais	Représente la différence moyenne d'ajustement, par le degré de liberté, attendue dans la population totale de l'échantillon. (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	RMR : <i>Root Mean Square residual</i>	plus proche de 0	Appréciation moyenne des résidus. (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)

Tableau 52. Indices de mesure incrémentaux et de parcimonie

Types Indices	indices	Seuils attendus	Explications
Indices de mesure incrémentaux	CFI : <i>Comparative Fit Index.</i>	> 0,9	Mesure la diminution relative du manque d'ajustement entre le modèle testé et le modèle de base. (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	NFI : <i>Normal Fit Index</i>	> 0,9	Représente la proportion de la covariance totale entre les variables, expliquée par le modèle testé, lorsque l'échantillon est de taille réduite. (El Akremi et <i>al.</i> , 2005, p.307 ; Zheng et <i>al.</i> , 2019, p.74 ; Hu et Bentler, 1998)
	RFI : <i>Relative Fit Index</i>	> 0,9	Est obtenu à partir du NFI. Les valeurs RFI proches de

			1 indiquent un très bon ajustement (Bollen's, 1989 ; Hu et Bentler, 1998).
	IFI : Incremental fit Index	> 0,9	Ajuste l'indice d'ajustement normalisé (NFI) pour la taille de l'échantillon et les degrés de liberté (Bollen's, 1989 ; Hu et Bentler, 1998).
	TLI ou NNFI : Tucker-Lewis Index	> 0,9	Compare le manque d'ajustement du modèle à tester à celui du modèle de base. Sa valeur permet d'estimer l'amélioration relative, par degré de liberté du modèle testé par rapport au modèle de base. (El Akremi et al., 2005, p.307 ; Hu et Bentler, 1998)
Indices de mesure de parcimonie	AIC : Akaike Information Criterion	La plus faible possible.	Il est utilisé pour comparer plusieurs modèles en concurrence. (El Akremi et al., 2005, p.307 ; Hu et Bentler, 1998)
	CMIN/Chi² normé (X²/dl)	< 1 excellent < 2 correct < 3 acceptable	Le chi-deux normé sur le degré de liberté. Il est utilisé pour mesurer le degré de parcimonie « absolu » d'un modèle et permet de distinguer parmi plusieurs modèles alternatifs lequel est le plus parcimonieux. (El Akremi et al., 2005, p.307 ; Zheng et al., 2019, p.74)

La Figure 52 suivante présente notre modèle implémenté avec les différents poids factoriels liant les différents items à leur dimension. Les arcs de cercle représentent les indices de modification établis par des corrélations significatives entre différents items.

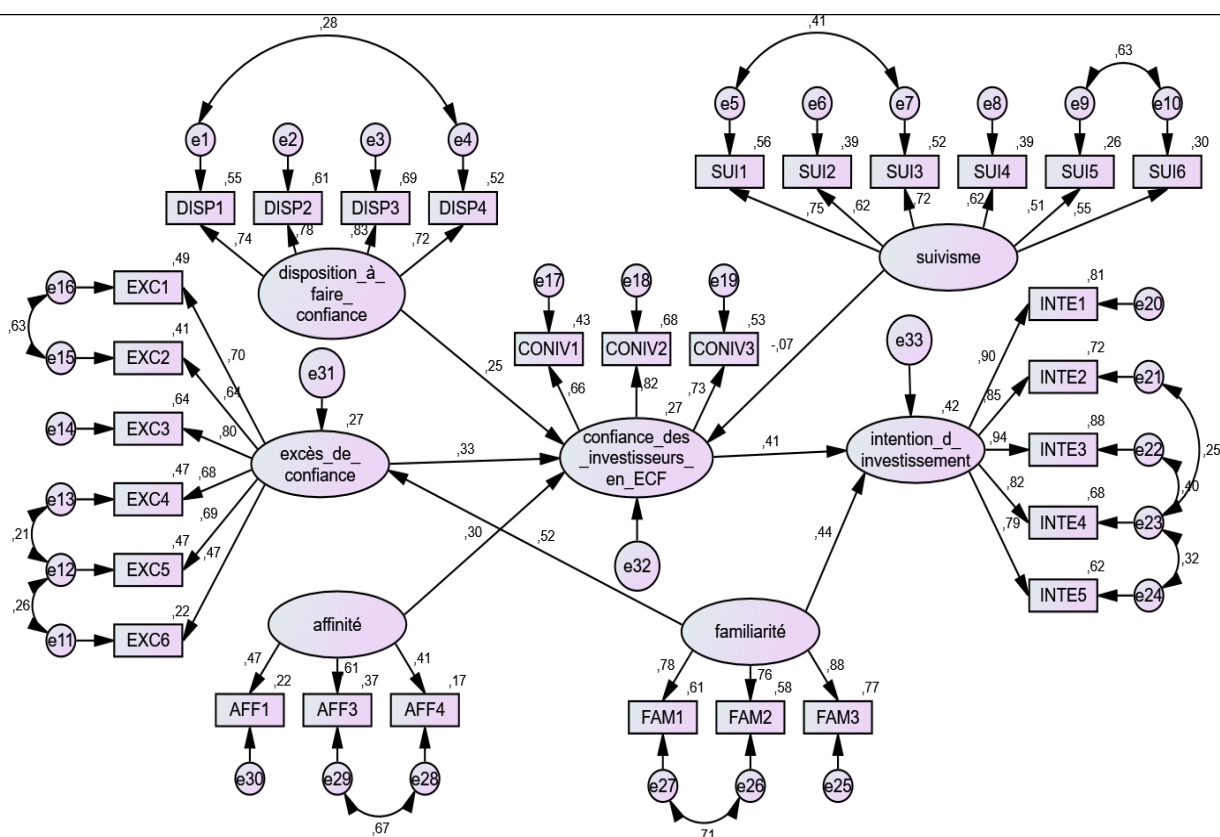


Figure 52. Modèle implémenté des biais comportementaux affectant l'intention d'investissement

L'implémentation de notre modèle présente plusieurs indices insuffisants pour valider notre modèle. En effet, plusieurs dimensions et hypothèses ont été rejetées. Les indices de mesure absolue (cf. tableau 53) sont en dessous des seuils attendus avec GFI = 0,843 et AGFI = 0,812. Le SRMR = 0,0883 n'est pas acceptable, il est au-delà du seuil attendu de 0,05. Le RMSEA à 0,057 est bon. Le RMR= 0,152 tend vers 0, il est bon.

Tableau 53. Indices de mesure absolus

Chi-Deux ddl*	GFI	AGFI	SRMR	RMSEA	RMR
723,615 387	0,843	0,812	0,0883	0,057	0,152

*ddl : degré de liberté

En ce qui concerne les indices de mesure incrémentaux (cf. tableau 54) le NFI et le RFI sont défaillants bien que les deux tendent vers 0,9. Les trois autres indices incrémentaux (IFI, TLI, CFI) sont bons et dépassent les seuils attendus de 0,9.

Tableau 54. Indices de mesure incrémentaux

NFI	RFI	IFI	TLI	CFI
0,856	0,838	0,928	0,918	0,927

Les indices de parcimonie sont également mitigés. Le CMIN/DF affiche un score correct de 1,870. Quant à l'AIC, il est encore élevé (cf. tableau 55). Ces différents scores montrent que notre modèle ne s'ajuste pas aux données.

Tableau 55. Indices de mesure de parcimonie

CMIN/DF	AIC
1,870	879,615

Afin d'ajuster notre modèle, nous allons observer le tableau 56 des scores des régressions. Ils permettent de valider ou non les hypothèses posées au regard des données récoltées.

Dans le tableau 56, « Estimate » représente le poids factoriel de la relation qui lie deux variables. Nous pouvons lire à H1 que : lorsque la « Confiance des investisseurs en l'ECF » augmente de 1, « Intention d'investissement » augmente de 0,645. Nous rappelons que la p-value représente le degré de significativité pour lequel l'hypothèse nulle est acceptée. Si la $p \leq 0,05$ nous rejetons l'hypothèse nulle et validons l'hypothèse que nous avons émise (Gibbons et Pratt, 1975). Les niveaux d'acceptation sont les suivants : $p \leq 0,001 = ***$ | $0,001 \leq p \leq 0,01 = **$ | $0,01 \leq p \leq 0,05 = *$.

Nous pouvons constater que les relations entre [Affinité $\rightarrow$ Confiance des investisseurs en l'ECF = 0,366] et [Suivisme $\rightarrow$ Confiance des investisseurs en l'ECF = -0,046] ne sont pas significatives. Ces dernières sont supérieures au seuil de $p \leq 0,05$. Elles ne répondent pas aux hypothèses émises. Les deux hypothèses H6 et H7 seront supprimées. Les autres relations présentent des relations très significatives au seuil acceptable de $p \leq 0,05$.

Tableau 56. Scores des régressions

Hypothèses				Estimate	p
H1	Intention d'investissement	←	Confiance des investisseurs en l'ECF	0,645	***
H2	Confiance des investisseurs en l'ECF	←	Disposition à faire confiance	0,181	***
H3	Intention d'investissement	←	Familiarité à l'investissement	0,414	***
H4	Excès de confiance	←	Familiarité à l'investissement	0,286	***
H5	Confiance des investisseurs en l'ECF	←	Excès de confiance	0,367	***
H6	Confiance des investisseurs en l'ECF	←	Suivisme	-0,046	0,339
H7	Confiance des investisseurs en l'ECF	←	Affinité	0,326	0,056

$$p \leq 0,001 = *** \mid 0,001 \leq p \leq 0,01 = ** \mid 0,01 \leq p \leq 0,05 = *$$

3.2.2 AVE : validité convergente et discriminante

« La validité convergente est obtenue lorsque les indicateurs (items) supposés mesurer le même phénomène sont fortement corrélés entre eux » (Touzani et Salaani, 2000, p.300). Elle est calculée à l'aide de l'*Average Variance Extracted* (AVE) qui représente la moyenne de la somme des scores au carré de chaque item d'une dimension (Henseler et al., 2015). Elle est établie lorsque cette moyenne est égale ou supérieure à 0,5 (Fornell et Larcker, 1981).

Formule AVE :

$$AVE = \frac{\sum_{i=1}^n \lambda_i^2}{n}$$

Avec :

λ_i^2 = items élevés au carré

n = nombre d'items composant la dimension

Le tableau 57 ci-dessous présente la validité convergente. Il montre les coefficients de régression normalisés des différentes dimensions de notre modèle et les AVE correspondants. Nous constatons que les AVE des dimensions EXC= 0,47 ; AFF= 0,25 ; SUI= 0,40 sont en dessous du seuil attendu de 0,5. Cela montre qu'il y a des items qui ne sont pas cohérents avec les autres items de leur dimension.

Tableau 57. Validité convergente

Items	DISP	EXC	AFF	FAM	CONIV	INTE	SUI
1	0,74	0,68	0,47	0,78	0,66	0,90	0,75
2	0,78	0,62	0,61	0,75	0,82	0,85	0,62
3	0,83	0,76	0,41	0,89	0,73	0,94	0,72
4	0,72	0,72				0,82	0,62
5		0,76				0,79	0,51
6		0,53					0,55
AVE	0,59	0,47	0,25	0,65	0,55	0,74	0,40

L'AVE est également utilisée pour établir **la validité discriminante** qui « est obtenue lorsque les indicateurs (dimensions) supposés mesurer des phénomènes différents sont faiblement corrélés entre eux » (Touzani et Salaani, 2000, p.300). Dans le cas de la validité discriminante, il doit y avoir une faible convergence entre les dimensions qui sont supposées mesurer des phénomènes différents. Cette faible convergence souligne que les dimensions sont bien distinctes entre elles théoriquement et empiriquement. Pour établir cette validité discriminante, les corrélations entre les dimensions doivent être inférieures à la racine carrée de l'AVE (Fornell et Larcker, 1981 ; Zait, et Berteau 2011). Ou encore, « la validité discriminante est assurée si la validité convergente (AVE) est supérieure au carré des corrélations » (Damperat et al., 2021, p.457). Nous pouvons constater dans le tableau 58 que la validité discriminante est établie. Ces opérations sont effectuées à l'aide du logiciel SPSS IBM 21.

Tableau 58. Validité discriminante

	DISP	EXC	AFF	FAM	CONIV	INTE	SUI
Nb Items	4	6	3	3	3	6	6
AVE	0,59	0,47	0,25	0,65	0,55	0,74	0,40
Matrice de corrélation et la racine carrée de l'AVE							
DISP	1						
EXC	0,007	1					
AFF	0,100	0,0025	1				
FAM	0,009	0,17	0,069	1			
CONIV	0,075	0,099	0,033	0,000	1		
INTE	0,007	0,115	0,007	0,147	0,141	1	
SUI	0,042	0,017	0,045	0,016	0,000	0,009	1

Ajustement de notre modèle

Ces premiers résultats confirmatoires nous montrent que notre modèle a besoin d'être réajusté. Certaines hypothèses doivent être supprimées et certaines dimensions doivent être réajustées au regard des AVE qui montrent des scores insuffisants.

Nous décidons d'enlever la dimension « Affinité » pour deux raisons. Premièrement, elle a montré une $p > 0,05$. Cela signifie que la marge d'erreur est au-delà de 5 %. Deuxièmement, les poids factoriels des items de cette dimension sont très faibles, ce qui conduit à un AVE très en dessous du seuil de 0,5. La dimension « Suivisme » est également retirée pour les mêmes raisons que « Affinité ». Le modèle indique que « le biais de suivisme » a une relation négativement corrélée avec la « Confiance des investisseurs en l'ECF » (-0,077) ce qui est à l'opposé de l'hypothèse posée. Aussi, ses items montrent des poids factoriels faibles. Conduisant l'AVE en dessous du seuil de 0,5. Enfin, le « Suivisme » a une $p > 0,05$.

Le biais d'« Excès de confiance » malgré son AVE= 0,46 sera conservé étant donné qu'il a une relation significative avec « Confiance des investisseurs en l'ECF » $P \leq 0,001 = ***$. Cependant, certains items lui seront enlevés au regard de l'alpha de Cronbach dans SPSS, afin d'améliorer sa validité convergente (Fornell et Larcker, 1981).

3.2.3 Modèle réajusté des facteurs cognitifs affectant l'intention d'investissement

La Figure 53 ci-dessous présente notre modèle final réajusté. Les dimensions « Affinité » et « Suivisme » ont été supprimées. Dans la dimension « Excès de confiance », les

items 4 et 6 ont été supprimés. L'alpha de Cronbach après suppression de ces éléments est visible dans le tableau 50 précédent.

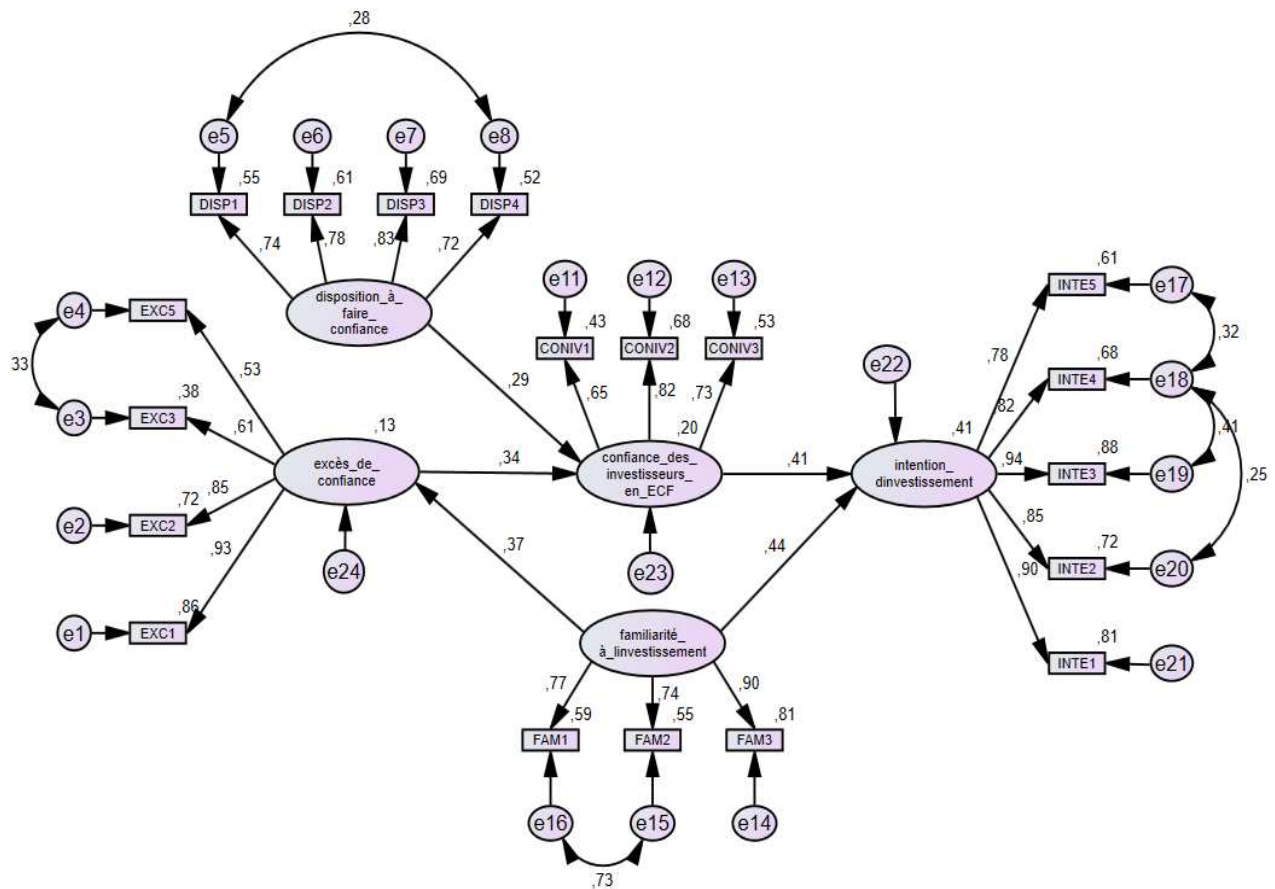


Figure 53. Modèle réajusté des biais comportementaux affectant l'intention d'investissement

Nous pouvons constater qu'après réajustement de notre modèle, l'ensemble des indices de mesure absolus, incrémentaux et de parcimonie se sont nettement améliorés (cf. tableaux 59, 60, 61 et annexe 6). Nous pouvons dire que notre modèle est bien ajusté au regard des indices attendus et donne une meilleure représentation de nos données.

En ce qui concerne les indices de mesure absolus, seul AGFI est légèrement en dessous du seuil de 0,9. On l'explique par le fait que cet indice est sensible à la complexité du modèle (Roussel et Wacheux, 2005). Les indices incrémentaux et de parcimonie présentent tous des scores au-dessus des seuils attendus.

Tableau 59. Indices de mesure absolus, modèle réajusté

Chi-Deux ddl	GFI	AGFI	SRMR	RMSEA	RMR
278,113 141	0,901	0,867	0,0684	0,061	0,113

Tableau 60. Indices de mesure incrémentaux, modèle réajusté

NFI	RFI	IFI	TLI	CFI
0,920	0,903	0,959	0,950	0,958

Tableau 61. Indices de mesure de parcimonie, modèle réajusté

CMIN/Chi²	AIC
1,972	376,113

Le tableau des scores des régressions ci-dessous (cf. tableau 62 et annexe 6) montre des valeurs significatives pour l'ensemble de nos relations. Nos hypothèses, après réajustement de notre modèle sont tous validées avec des *p-value* significatives $p \leq 0,001 = ***$.

Tableau 62. Scores des régressions, modèle réajusté

Hypothèses				Estimate	p
H1	Intention d'investissement	←	Confiance des investisseurs en ECF	0,576	***
H2	Confiance des investisseurs en l'ECF	←	Disposition à faire confiance	0,207	***
H3	Intention d'investissement	←	Familiarité à l'investissement	0,349	***
H4	Excès de confiance	←	Familiarité à l'investissement	0,307	***
H5	Confiance des investisseurs en l'ECF	←	Excès de confiance	0,230	***

$p \leq 0,001 = ***$ | $0,001 \leq p \leq 0,01 = **$ | $0,01 \leq p \leq 0,05 = *$

Nous avons une fois de plus calculé les AVE (cf. tableau 63) qui se sont montrées au-delà du seuil attendu de 0,5. Concernant la validité discriminante, elle est également bonne comme l'indique le tableau 64.

Tableau 63. Validité convergente, modèle réajusté

Items	DISP	EXC	FAM	CONIV	INTE
1	0,74	0,93	0,77	0,65	0,90
2	0,78	0,85	0,74	0,82	0,85
3	0,83	0,61	0,90	0,73	0,94
4	0,72	0,53			0,82
5					0,78
6	0,59	0,56	0,65	0,54	0,62

Tableau 64. Validité discriminante, modèle réajusté

	DISP	EXC	FAM	CONIV	INTE
Nbr Items	4	4	3	3	5
AVE	0,59	0,56	0,65	0,54	0,62
Matrice de corrélation et la racine carrée de l'AVE					
DISP	1				
EXC	0,10	1			
FAM	0,009	0,16	1		
CONIV	0,075	0,10	0,0008	1	
INTE	0,007	0,10	0,15	0,14	1

3.2.4 Tests des hypothèses

Nous constatons que nos hypothèses ont toutes été validées après réajustement de notre modèle. Nous confirmons l'effet positif de « la familiarité à l'investissement » sur « l'intention d'investissement » et sur « l'excès de confiance » à des seuils significatifs $p \leq 0,001$. Cela signifie que lorsque la « familiarité à l'investissement » augmente de 1, « l'intention d'investissement » et « l'excès de confiance » augmentent respectivement de 0,349 et 0,307. Ce qui valide les hypothèses H3 et H4. Nous établissons que « l'excès de confiance » affecte positivement « la confiance des investisseurs en l'ECF » de manière significative $P \leq 0,001$, ce qui valide l'hypothèse H5. De même, l'hypothèse H2 est validée : « La disposition à faire confiance » affecte positivement « la confiance des investisseurs en l'ECF ». Elle s'est montrée

significative au seuil de $P \leq 0,001$. Enfin, l'hypothèse H1 « la confiance des investisseurs en l'ECF » sur « l'intention d'investissement » s'est également montrée significative avec $P \leq 0,001$. Lorsque « la confiance des investisseurs en l'ECF » augmente de 1, « l'intention d'investissement » augmente de 0,576. Le tableau 65 ci-dessous présente la validation de l'ensemble de nos hypothèses de recherche.

Tableau 65. Validation des hypothèses

Hypothèses et propositions		Validation des hypothèses
H1	La confiance en l'ECF affecte positivement l'intention d'investissement en ECF.	Validée
H2	La disposition à faire confiance affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.	Validée
H3	La familiarité à l'investissement affecte positivement l'intention d'investissement en ECF.	Validée
H4	La familiarité à l'investissement affecte positivement le biais d'excès de confiance des investisseurs.	Validée
H5	Le biais d'excès de confiance affecte positivement la confiance des investisseurs en l'ECF.	Validée
H6	Le biais de suivisme affecte positivement la confiance en l'ECF.	Rejetée
H7	Le biais d'affinité affecte positivement la confiance en l'ECF.	Rejetée

4. Interprétation des résultats de la troisième étude

Pour répondre à notre deuxième question de recherche, à savoir : *quels sont les biais comportementaux pouvant affecter positivement la confiance qu'ont les investisseurs au marché de l'Equity crowdfunding et par ricochet leur intention d'investissement ?* Nous avons construit un modèle et mené une étude quantitative. Notre modèle final montre que l'intention d'investir sur le marché de l'ECF est tributaire de quatre facteurs qui sont : la confiance en l'ECF, la familiarité à l'investissement, l'excès de confiance et la disposition à faire confiance aux autres.

Dans ce modèle, la confiance dans le marché de l'ECF joue un rôle essentiel dans les aspects relationnels en facilitant les interactions entre les parties ; et contractuels en assurant l'application des contrats entre les investisseurs, les porteurs de projets et les plateformes d'ECF. Elle se positionne comme variable médiatrice entre l'excès de confiance, la disposition à faire confiance et l'intention d'investissement. Plus les investisseurs ont confiance au marché, plus ils tendent à investir en ECF. Ce résultat souligne que la confiance en général est un facteur cognitif essentiel à l'investissement en ECF. Les investisseurs ont confiance au marché de l'ECF parce qu'ils trouvent qu'il tient ses promesses en leur proposant des projets crédibles, viables et défend leurs intérêts. Nos résultats corroborent ceux de Gurviez et Korchia (2002), Chouk et Perrien (2003), Kim et *al.* (2008) qui posent la confiance comme variable médiatrice avec l'intention d'achat en ligne. Nous confirmons également l'importance de la confiance dans une relation contractuelle comme présentée au chapitre 5 : 1.2.2.

La disposition à faire confiance affecte positivement la confiance que les investisseurs accordent au marché de l'ECF. Nous avons noté chez les investisseurs particuliers la présence d'une disposition à faire confiance aux autres. C'est un facteur cognitif qui peut biaiser le raisonnement des investisseurs. Elle pousse les investisseurs à avoir confiance au marché de l'ECF. Cela traduit une tendance naturelle à accorder du crédit à d'autres personnes (morales ou physiques). Nous corroborons les résultats de Kim et *al.* (2008) et Chouk et Perrien, (2003) qui ont également soutenu que la disposition à faire confiance affecte la confiance.

Nous avons établi que le biais d'excès de confiance affecte positivement la confiance que les investisseurs ont au marché de l'ECF. En effet, le biais d'excès de confiance augmente la perception de maîtrise de la situation. Il peut conduire les investisseurs particuliers à se tromper

dans la manière d'aborder le marché. Ce biais se manifeste par la capacité des investisseurs particuliers à estimer de manière certaine, qu'ils ont les aptitudes à investir en ECF à la seule force de leurs compétences et sans avoir besoin d'une aide extérieure. Comme nous l'avons également observé dans notre étude qualitative, les investisseurs sous-estiment parfois le risque de ce marché. À l'exemple d'*Invest12* qui soutient savoir de quoi il parle, tout en soulignant qu'il n'y a aucun besoin de connaissances spécifiques pour investir sur ce marché. À l'instar de Barber et Odean (2001), nous confirmons l'existence du biais d'excès confiance comme étant un biais généralement présent chez les investisseurs. Ce biais renforce l'illusion de contrôle dans les décisions d'investissement (Fromlet, 2001).

Notre modèle montre que la familiarité à l'investissement est un facteur cognitif qui affecte positivement l'intention d'investir sur le marché de l'ECF. Aussi, elle est de nature à augmenter le biais d'excès de confiance. La familiarité inclut l'expérience déjà accumulée sur les autres marchés financiers. Plus les investisseurs sont expérimentés, plus ils se sentent confiants. En nous référant à nos résultats qualitatifs, la familiarité inclut également la connaissance du risque, son acceptation et la compréhension de ce qu'est un investissement. Le marché de l'ECF comme les autres marchés financiers sont régis par la notion de risques, de gains et de pertes. Les investisseurs ne sont donc pas dépaysés. Ils interviennent en ECF comme dans les autres marchés financiers.

Enfin, les biais de suivisme et d'affinité n'ont pas concordé avec notre modèle. Cela ne signifie pas que ces biais sont inexistants chez les investisseurs. En effet, l'existence de ces deux biais chez les *crowdfunders* particuliers est confirmée par les Alpha de Cronbach de 0,841 pour le biais de suivisme et 0,704 pour le biais d'affinité. Ils ont également été validés dans d'autres études : Astebro et *al.* (2019, June) et Vismara (2016) ont validé l'existence du biais de suivisme en ECF ; Guirado et *al.* (2018) ont validé la présence d'affinité dans les choix des investisseurs en ECF. Par contre, en nous référant à la p-value, nos résultats montrent que ces biais n'ont aucun effet significatif sur la confiance des investisseurs en l'ECF, et ne sont pas en adéquation avec notre modèle conceptuel.

Conclusion du chapitre 6

Ce chapitre nous a permis d'implémenter notre modèle conceptuel à l'aide des données collectées. Tout d'abord, nous avons utilisé des statistiques descriptives pour décrire notre échantillon d'investisseurs. Par la suite, la méthode du Khi-carré nous a permis de montrer qu'il existe des relations significatives entre les variables sociodémographiques (l'âge, du sexe et du statut professionnel) et les montants investis. Ces résultats viennent enrichir et mettre à jour la littérature sur le profil des investisseurs en ECF.

Nous avons utilisé la modélisation par équations structurelles pour implémenter notre modèle. Nous avons montré qu'il existe des biais comportementaux chez les investisseurs qui affectent la confiance en l'ECF, et par ricochet l'intention d'investissement sur le marché de l'ECF. Ce sont : la familiarité à l'investissement, la disposition à faire confiance, le biais d'excès de confiance. En ce qui concerne la confiance en l'ECF, elle joue un rôle médiateur entre les biais comportementaux et l'intention d'investissement. Cependant, le biais d'affinité et le biais de suivisme n'ont pas concordé avec notre modèle. Leurs indices statistiques ont été en dessous des seuils attendus. Ils ont dû être supprimés de notre modèle.

Au regard des indices statistiques attendus, notre modèle final s'est montré juste. Théoriquement, il met l'accent sur la confiance comme variable médiatrice déterminante à l'intention d'investissement en ECF. Cette confiance trouve sa source en partie dans le biais d'excès de confiance et dans la disposition à faire confiance. Enfin, la familiarité à l'investissement se positionne comme un antécédent à l'excès de confiance et à l'intention d'investissement. Nous confirmons une partie des résultats de Gurviez et Korchia (2002) et de Chouk et Perrien, (2003) sur le commerce en ligne. Ces derniers soulignent l'effet de la confiance en la plateforme de vente comme variable médiatrice affectant l'intention d'achat. De même que les résultats de Kim et *al.* (2008) qui montrent l'effet de la familiarité (expérience d'achat) sur l'intention d'achat. Notre hypothèse de recherche concernant l'effet du biais d'excès de confiance sur la confiance s'est montrée valide. C'est également un apport théorique qui nous permet de lier l'e-commerce, l'ECF et la finance comportementale.

Dans la conclusion générale qui suit, nous discutons de l'ensemble des résultats de notre travail de recherche (les trois études). En soulignant les apports, les limites et perspectives de recherche possibles.

Conclusion générale : Discussion sur les apports et limites de notre travail de recherche

Au début notre travail de recherche, nous avons soulevé comme problématique l'influence des facteurs informationnels, cognitifs et affectifs sur les décisions des investisseurs particuliers en ECF.

Notre recherche s'est subdivisée en deux grandes parties. Premièrement, nous avons fait une revue de littérature portant à la fois sur le marché de l'ECF et sur la finance comportementale. Cette revue de littérature a été complétée par deux études exploratoires : des entretiens semi-directifs et des analyses de similitudes qui avaient pour but d'enrichir nos connaissances sur notre objet de recherche. Deuxièmement, nous avons construit nos hypothèses et mené une troisième étude à caractère quantitatif. Ce travail de recherche a été guidé par ces deux questions de recherche :

***Partie 1 – Question 1 :** Quelles sont les perceptions des investisseurs particuliers vis-à-vis du marché de l'ECF, et sur quels critères fondent-ils leurs décisions d'investissement ?*

***Partie 2 – Question 2 :** Quels sont les biais comportementaux pouvant affecter positivement la confiance qu'ont les investisseurs au marché de l'ECF et par ricochet leur intention d'investissement ?*

Nous allons discuter ici de l'ensemble de nos résultats, en présentant les apports de notre thèse sur le plan théorique. Sur le plan managérial, nous présentons les apports pour les investisseurs particuliers et les plateformes d'ECF. Enfin, nous soulignons les limites de notre étude et ouvrons les voies de recherche possible à la suite de notre thèse.

1. Apports théoriques et managériaux pour les investisseurs et les plateformes d'ECF

Notre thèse vise à contribuer à l'enrichissement théorique de la compréhension du comportement des investisseurs sur le marché de l'ECF. Elle corrobore l'existence de biais comportementaux qui altèrent les décisions d'investissement.

1.1 Apports théoriques

La perception positive du marché de l'*Equity crowdfunding*

Un des premiers apports de cette recherche est l'effet de la perception positive du marché de l'ECF sur la volonté des investisseurs à participer aux campagnes de financement. Cette perception prend sa source dans l'intérêt que portent les *crowdfunders* particuliers aux projets qui répondent aux enjeux sociétaux et contemporains (climat, biotechnologie, énergie, informatique). Elle est également soutenue par la volonté des *crowdfunders* particuliers à faire grandir le tissu économique français. La littérature a grandement mis en avant les intérêts financiers comme facteurs déterminants dans la participation à une campagne d'ECF (Lukkarinen et Seppälä, 2019 ; Estrin et *al.*, 2018 ; Cholakova et Clarysse, 2015). Toutefois, notre étude qualitative tend à montrer que l'espérance de gains se fonde d'abord sur la foi ou l'espoir que placent les investisseurs particuliers sur entrepreneurs locaux et sur les projets novateurs qui sont proposés sur les plateformes. Les résultats des études 1 et 2 le montrent clairement. Ces deux études soulignent la volonté des *crowdfunders* particuliers de soutenir les projets français et les projets tournés vers l'avenir.

Comme le rappellent Hamelin et Pfiffelmann (2015), certains investisseurs sur les marchés financiers peuvent être motivés par l'espoir. En investissant, ils s'attendent à faire des gains significatifs même si cette probabilité est faible. Pour Lopes (1987), l'espoir réside dans tout individu, il tend à modifier les probabilités et les espérances de gains que se font les investisseurs. Cela nous renvoie aux fonctions de pondération telles que soulignées par Kahneman et Tversky (1979) : les individus sous-estiment les grandes et moyennes probabilités lorsqu'ils codent les perspectives dans le domaine des pertes ; et surestiment les petites probabilités lorsqu'ils codent les perspectives dans le domaine des gains (cf. *chapitre 3 : 4.3.3*).

Nous soutenons que : les *crowdfunders* particuliers tout en cherchant des retours financiers et sans ignorer les risques, veulent s'exprimer en orientant leurs investissements vers des projets qui soutiennent leurs convictions, et qui contribuent de manière factuelle à l'amélioration de la vie de chaque individu. Ces résultats viennent renforcer la littérature sur les motivations ou les facteurs sous-jacents à la participation à une campagne en ECF.

Cependant, s'il s'avère que le marché de l'ECF ne répond pas aux attentes des investisseurs d'ici quelques années, il est fortement probable que l'intérêt ou l'enthousiasme de ces derniers pour ce marché puisse être fortement altéré. Les causes possibles sont une lente



⁵⁹ Wiseed. <https://www.wiseed.com/statistiques> [consulté le 16/06/2022]

Ces données sur Anaxago et Wiseed soulignent leur nouvelle orientation stratégique, qui peut être due à la faible et longue rentabilité des projets en ECF. Les plateformes sont obligées de proposer aux investisseurs des projets en immobilier qui sont rapidement rentabilisés. Il y a là un sujet d'étude pour essayer de comprendre cette orientation du marché. Cela peut remettre en cause nos résultats sur la perception positive qu'ont les *crowdfunders* du marché ECF et leurs motivations.

Familiarité à l'investissement source d'excès de confiance des investisseurs

Nos résultats mettent en évidence que la familiarité à l'investissement est une source de l'émergence du biais d'excès de confiance sur le marché de l'ECF. En effet, nous avons constaté cette familiarité produits deux effets. Dans l'étude quantitative, la familiarité affecte positivement l'excès de confiance des investisseurs, et dans notre première étude qualitative elle altère la perception du risque en réduisant le risque perçu. Nos entretiens semi-directifs nous permettent de dire que la perception du risque en ECF est réduite par un ensemble d'éléments faisant partir de la familiarité que sont : l'accoutumance ou l'expérience face aux risques, la connaissance des avantages et des inconvénients liés à l'investissement en ECF et la compréhension des risques comme l'ont souligné (Hergon et *al.*, 2004).

Nous pouvons affirmer que la familiarité à l'investissement est un construit cognitif qui intervient dans la manière dont les investisseurs appréhendent le marché de l'ECF. Elle affecte positivement l'excès de confiance en diminuant la perception du risque qu'ont les investisseurs particuliers. Plus les investisseurs particuliers sont familiers à l'investissement, plus ils sont confiants quant à leurs capacités et à leur volonté d'investir. D'un côté, ce résultat vient enrichir la littérature en ECF qui à notre connaissance n'a pas interrogé l'effet de la familiarité à l'investissement sur l'intention d'investissement. De l'autre côté, il corrobore les résultats de Gefen, (2000) et Kim et *al.* (2008) qui montrent que la familiarité a un effet positif sur l'intention d'achat sur les plateformes de commerce en ligne.

Le biais d'excès de confiance augmente la confiance des investisseurs au marché

Notre hypothèse de recherche relative à l'effet du biais d'excès de confiance sur la confiance des investisseurs en l'ECF constitue un apport majeur. En établissant cette relation, nous montrons que les biais comportementaux généralement étudiés sur les marchés boursiers sont également présents sur le marché de l'ECF et sur les plateformes d'e-commerce.

Premièrement, nous avons observé que les investisseurs pensent être parfaitement en mesure d'investir en ECF à la seule force de leurs compétences et sans avoir besoin d'une aide extérieure comme l'ont souligné Daniel et *al.* (2001), de même que Barber et Odean (2001). Cela a été observé dans l'étude qualitative et s'est confirmé dans l'étude quantitative. Ce biais rend les investisseurs confiants et à l'aise lorsqu'il s'agit d'investir en ECF. La plupart du temps, les investisseurs particuliers en ECF ne se fient qu'à eux-mêmes. Ils ne demandent pas de conseils en investissement à des professionnels ou à leur entourage. Cela ne signifie pas nécessairement que les investisseurs particuliers font de bons ou de mauvais choix d'investissement. Cela montre l'assurance et l'aisance avec lesquelles ils appréhendent le marché. Ce biais d'excès de confiance conforte les investisseurs dans le fait que le marché agit prioritairement dans leur intérêt. Il fait également naître chez les investisseurs un sentiment d'illusion de contrôle qui les rassure. Nous rappelons une fois de plus que l'une des sources du biais d'excès de confiance dans notre thèse est la familiarité à l'investissement. Cette familiarité rassure et conforte les investisseurs dans la croyance que leurs expériences d'investissement sur d'autres marchés suffisent pour intervenir sur le marché de l'ECF.

Notre étude montre également l'effet positif du biais d'excès de confiance sur la confiance en ECF. Par cette relation, nous enrichissons les différents modèles d'intention d'achat sur les plateformes d'e-commerce. Notamment les modèles Gurviez et Korchia (2002), Kim et *al.* (2008), Chouk et Perrien (2003) qui mettent la confiance comme antécédent à l'intention d'achat. Nous montrons que cette confiance est sujette à l'effet de biais comportementaux, notamment celui de l'excès de confiance. Nous supposons que les biais comportementaux peuvent avoir autant d'effets lorsqu'il s'agit d'acheter un actif sur la plateforme d'ECF ou un article sur une plateforme d'e-commerce.

Malgré l'inadéquation du biais d'affinité et celui du suivisme à notre modèle, nous confirmons la présence de ces biais en ECF au regard des données significatives des Alpha de Cronbach. Ces résultats corroborent la théorie de la finance comportementale sur l'existence des biais comportementaux dans les décisions d'investissement. Nos résultats corroborent ceux de Kahneman et Tversky (1979), Thaler (1993), Ricciardi et Simon (2000), Pompian, (2012).

La confiance comme facteur cognitif important dans la relation commerciale

Nous pouvons affirmer que la confiance agit comme un biais cognitif. Elle peut altérer la perception des investisseurs présents sur le marché de l'ECF. Surtout si la confiance ne se base pas sur des éléments factuels propres au marché de l'ECF. Comme le taux de retour sur investissement, ou la capacité du marché à fournir des projets viables. Nous avons établi dans notre étude quantitative que la confiance en l'ECF est un facteur essentiel affectant l'intention d'investir, ce résultat concorde avec celui de Khelladi et *al.* (2018). Nos résultats qualitatifs montrent que la confiance des investisseurs repose sur l'ancienneté et l'expertise des plateformes d'ECF. Cette confiance est renforcée par la disponibilité à faire confiance. En effet, dans l'étude quantitative, cette dernière se positionne comme variable cognitive intrinsèque à chaque investisseur. Elle persuade l'investisseur à se cantonner à l'impression que le marché de l'ECF est bon pour lui. La confiance réduit les problèmes d'incertitude comme l'ont souligné Gurviez et Korchia (2002) et Chouk et Perrien (2003). Elle tend également à réduire la complexité (asymétrie d'informations, aléa moral) qu'il peut avoir dans une relation commerciale. C'est un facteur qui repose sur une part de subjectivité, notamment sur l'expérience, le vécu de l'investisseur ou sur sa perception qu'il a de l'autre ou de l'objet avec lequel il interfère.

Notre modèle a également mis en avant le fait que les plateformes d'ECF fonctionnent de façon similaire à des plateformes d'e-commerce, avec au centre la confiance. La confiance (relationnelle et contractuelle) est l'élément central, qui, lorsqu'elle est présente, elle rassure et assure de bonnes relations commerciales entre les différentes parties (porteurs de projets, plateformes et investisseurs particuliers). Dans un marché en ligne comme celui de l'ECF, il est important notamment pour les investisseurs particuliers que la confiance règne. En effet, ces derniers sont les plus exposés, ils investissent dans des entreprises qui sont jeunes et risquées. Leur confiance repose également sur le fait que le marché (plateformes d'ECF et entreprises en financement) va agir aux mieux de leurs intérêts. Les plateformes doivent veiller à ce que les entreprises qui viennent se financer présentent des garanties rassurantes aux investisseurs particuliers ; et ces entreprises doivent être ouvertes à coopérer avec les investisseurs et les plateformes pour maintenir la confiance entre les parties. Notre modèle conceptuel l'a parfaitement montré soulignant la confiance comme variable médiatrice.

Les échelles de mesure

Notre recherche valide une fois de plus certaines échelles de mesure déjà utilisées pour d'autres travaux et dans d'autres domaines. L'intérêt d'une recherche est également de renforcer les connaissances déjà acquises en les corroborant, en les confirmant, en les améliorant ou en les réfutant. C'est dans ce sens que :

- nous confirmons les échelles utilisées par Shenor et Munim (2019) pour l'étude de « l'excès de confiance » et de « l'intention d'investissement », elles se sont montrées fiables dans notre étude.
- nous confirmons les échelles utilisées par Kim et *al.* (2008) pour la mesure de la « confiance » et de la « disposition à faire confiance », elles se sont montrées fiables dans notre étude.
- nous confirmons l'échelle utilisée par Moysidou et Hausberg (2020) pour la mesure la « familiarité », elle s'est montrée fiable dans notre étude.

Ces différentes échelles ont toutes été validées sans modifications dans notre travail.

1.2 Apports managériaux

Apports pour les plateformes d'ECF

Mesurer les biais comportementaux pour connaître ses clients. Prendre connaissance des biais comportementaux qui interfèrent dans les décisions d'investissement permet aux plateformes d'ECF de mieux cerner le comportement des investisseurs. Les échelles de mesure sur les biais comportementaux qui ont été mobilisées dans cette thèse sont des outils qui peuvent être utilisés pour y parvenir. Mettre en place une telle démarche contribue à renforcer les exigences de conformité. Particulièrement sur la connaissance des clients ou *know your customer* (KYC) imposée par l'Autorité des Marchés Financiers aux plateformes d'ECF. Dans le but d'identifier les profils des investisseurs, leurs compétences et leurs comportements face aux risques.

La confiance est une variable importante pour les plateformes d'ECF. La confiance se positionne comme variable médiatrice dans notre modèle conceptuel avec un effet positif sur l'intention d'investissement. C'est également le cas dans les modèles de Gurviez et Korchia,

(2002), Chouk et Perrien, (2003), et Kim et *al.* (2008) sur les plateformes de commerce en ligne. Chez Khelladi et *al.* (2018), la confiance est un déterminant dans la participation à une campagne *crowdfunding*. Nous soutenons qu'il est important pour les plateformes d'ECF de renforcer cette variable confiance chez les *crowdfunders*. L'objectif étant d'augmenter l'adhésion de ces *crowdfunders* aux campagnes de financement. Pour cela, elles doivent mettre l'accent sur des éléments qui construisent la confiance, et qui ont été cités par les *crowdfunders* particuliers dans notre étude qualitative :

- renforcer l'expertise des plateformes et mener des due diligences approfondies. Le but est que les plateformes d'ECF par leurs diverses expertises puissent sélectionner des projets rentables, qu'elles puissent mieux conseiller les investisseurs, et rendre le marché de l'ECF plus viable.
- améliorer la circulation de l'information financière sur les projets en financement. La qualité de l'information financière divulguée concourt à augmenter la confiance des investisseurs en *crowdfunding* (Khelladi et *al.*, 2018). L'harmonisation de l'information financière sur les plateformes d'ECF doit être une norme pour faciliter l'accès, la lecture et la décision chez les investisseurs. D'autant plus que les investisseurs sont pour la plupart non-experts (Ahlers et *al.*, 2015). À ce propos, Moussavou (2017, p. 74) souligne qu'en *crowdfunding* : « l'un des enjeux majeurs porte sur la réduction des asymétries d'information entre les porteurs de projets et les contributeurs. Il s'agit d'un élément clé de la confiance mutuelle à bâtir entre ces deux catégories d'acteurs ».
- réduire le sentiment d'influence ressenti par les investisseurs. Comme souligné dans nos résultats qualitatifs, les investisseurs ressentent une influence venant des plateformes lorsqu'il s'agit de contribuer aux campagnes de financement. Cette influence provient des multiples informations émises par les plateformes d'ECF à travers différents supports à destination de *crowdfunders*. Il s'agit pour les plateformes de dissiper cette influence. En montrant aux investisseurs que les projets qui sont soumis en financement ne le sont pas uniquement dans l'intérêt de la plateforme ou des porteurs de projets, mais également dans l'intérêt des investisseurs.

Apports pour les investisseurs particuliers

Réduire l'exposition aux biais comportementaux. Il est important de souligner et de rappeler aux investisseurs que l'éducation financière et la connaissance de soi concourent grandement à réduire l'influence des biais comportementaux, et à faire de meilleurs choix d'investissement. D'ailleurs Filbeck et *al.* (2017) soulignent que « les erreurs cognitives peuvent être atténuées par l'éducation financière, tandis que les biais émotionnels peuvent être améliorés avec des objectifs, des règles prédéfinies et actualisées annuellement ». Pour compenser le manque de compétences en investissement et réduire l'exposition aux biais comportementaux, nous recommandons aux investisseurs de suivre le modèle des BA tel que présenté par Agrawal et *al.* (2016). Il s'agit de se réunir en syndicat d'investisseurs pour partager les expériences et discuter sur des projets d'investissement. En ce qui concerne l'investissement en *Crowdfunding* par exemple, il existe des forums dans lesquels les investisseurs échangent sur des projets en financement et présentent les taux d'échec et de réussite du marché. C'est le cas du forum d'investissement en ligne Argent&salaire⁶⁰. Nous pouvons également prendre pour référence le club d'investisseurs CIGALES⁶¹, qui réunit physiquement des investisseurs particuliers dans différentes régions de France pour discuter sur de potentiels investissements.

La confiance et la disposition à faire confiance peuvent se muer en biais comportementaux. La confiance peut trouver sa source dans des éléments factuels tels que le contrat (Brousseau, 2001) ou la présence d'un intermédiaire de confiance (auditeur, expert-comptable, notaire, avocat). Cependant, il existe toujours un risque que l'autre partie use d'un comportement opportuniste (Williamson, 1975). Lorsque la disposition à faire confiance chez un individu est élevée, cela tend à réduire la méfiance (McKnight et *al.*, 1998). Les investisseurs doivent prendre en considération les limites rationnelles liées à la confiance qui peuvent biaiser leurs choix d'investissement et leurs relations avec les plateformes d'ECF. D'autant plus que le marché de l'ECF est inefficace en termes d'informations et de liquidité comme cela a été vu au chapitre 3 : 5.

Le biais d'affinité rend les choix d'investissement moins optimaux. Nous mettons en garde les investisseurs contre le biais d'affinité et les effets de mode sur les projets en financement qui ne sont pas de nature à optimiser un retour sur investissement. Guirado et *al.*

⁶⁰Argent&salaire. <https://argent-et-salaire.com/> [consulté le 24/06/2022]

⁶¹Cigales. <http://www.cigales.asso.fr/> [consulté le 24/06/2022]

(2018) ont démontré dans leur étude qu'il existe dans les décisions des investisseurs particuliers une affinité au projet ou au porteur de projet qui guide les choix d'investissement. Nous avons également constaté dans notre étude qualitative que certains investisseurs sont tournés vers des projets de nature innovante et apportant une rupture avec l'existant (biotechnologies, écologiques). Ces *crowdfunders* estiment que ces projets sont ceux dont la société a besoin et que le potentiel est supérieur aux projets moins innovants. Cependant, les investisseurs doivent faire attention aux effets de mode qui peuvent exister sur les projets qui leur sont proposés. L'affinité qu'ils peuvent entretenir avec un type de projet, un dirigeant d'entreprise ou un secteur d'activité peut les empêcher de diversifier leurs investissements et d'avoir de meilleurs rendements (Pompian, 2012). L'innovation, bien que potentiellement très rentable, rend un projet plus incertain qu'un modèle de projet classique ou déjà connu, et dont les rendements et les incertitudes peuvent être facilement estimés.

La familiarité à l'investissement ne garantit pas la capacité à opérer aisément sur tous les marchés financiers. Le marché de l'ECF bien que facilement appréhendable de par son utilisation, demeure un marché complexe au regard des projets innovants proposés. La mise en place d'une démarche méthodique d'analyse des projets permettrait aux *crowdfunders* particuliers d'arriver à des décisions d'investissement mûrement réfléchies. Nous proposons ici quelques conseils à suivre pour investir sur le marché de l'ECF (cf. tableau 66).

Tableau 66. Investir en ECF : quelques conseils

Quelques conseils	
1. Prendre connaissance de soi. (L'objectif est d'aligner nos considérations personnelles à nos espérances de gain)	Faire une introspection afin de déterminer si vous êtes averse au risque ou non. Ça permet d'évaluer votre capacité à prendre des décisions financières difficiles.
	Connaître ses réelles motivations. Cela permet de faire de choix objectifs par rapport à soi-même et de définir une stratégie réaliste par rapport aux finalités attendues.
	S'éduquer financièrement et connaître les différents biais qui peuvent altérer vos décisions d'investissement (biais d'excès de confiance, de suivisme, d'affinité, d'illusion de validité, de confirmation, etc.), et des différentes heuristiques qui existent.
2. Définir ses objectifs d'investissement. (L'objectif est de définir un plan d'investissement en accord avec notre capacité financière)	Définir ses perspectives d'investissement. Investir sur le marché de l'ECF c'est pour une durée assez longue pouvant aller au-delà de 5 ans. Il faut pouvoir anticiper ou du moins faire des probabilités sur l'avenir.
	Définir le montant à allouer par projet. Il est important de fixer le budget d'investissement à l'avance afin de contrôler les arbitrages et d'anticiper sur les potentiels investissements à venir.
	Bien connaître les différents secteurs d'activités afin de pouvoir se positionner sur les entreprises qui répondent aux besoins actuels et futurs du marché. Ne pas se laisser porter par l'effet de mode.
3. Choix de la plateforme d'ECF. (L'objectif est d'investir sur des plateformes qui maximisent nos intérêts)	Il est important de bien choisir sa plateforme d'ECF en prenant en compte les types projets qui s'y financent. Soit des plateformes thématiques pour mieux cibler des projets, soit des plateformes généralistes pour explorer le maximum d'opportunités.
	Tenir compte de la dynamique des investisseurs présents sur la plateforme. Cela permet d'investir aux côtés d'investisseurs actifs qui apportent des contributions aux autres en alimentant des débats et les questions diverses sur les projets.
	Prendre en compte les tickets d'entrée sur les projets, afin de maîtriser ses positions, les frais de transactions et d'éviter d'investir de grands montants dans des projets pas assez prometteurs. En effet, chaque plateforme définit le montant minimum pouvant être investi par projet.

	S'informer sur les frais de sortie : certaines plateformes facturent les potentiels gains qui seront obtenus. S'informer sur les taux d'échec de la plateforme d'ECF pour mesurer sa performance. S'informer sur l'intégration des dispositions fiscales sur la plateforme (investir dans PEA).
4. Prendre le temps d'analyser les projets. (L'objectif d'investir tout gagnant de l'expérience)	Malgré la jeunesse des projets, il est essentiel de mettre l'accent sur les aspects financiers afin de détecter les projets qui peuvent être trop optimistes dans les prévisions. S'appesantir sur la manière avec laquelle seront alloués les fonds collectés pour s'assurer des réels besoins de l'entreprise. Dans l'objectif de déterminer si l'entreprise fait preuve de rigueur financière.
	Prendre connaissance des éléments contractuels pour ne pas être surpris après avoir investi. Mettre l'accent sur les parts cédées par les dirigeants, sur les possibilités de dilution de capital dans les années à venir et des différents droits et garanties accordés aux investisseurs.
	Se renseigner sur le parcours des dirigeants. Et si jamais l'occasion se présente, aller visiter l'entreprise.
	Toujours mettre en concurrence le projet avec un autre projet similaire. Afin de faire jouer les avantages, les inconvénients, les potentialités ou les failles.
5. Prendre des avis. (L'objectif est de recueillir des avis éclairés)	Toujours faire ses choix après avis éclairés de différents acteurs professionnels du domaine. Cela permet de s'édifier et de réduire les potentiels biais qui pourraient miner la réflexion.

2. Limites et voies de recherche possibles

Notre travail de thèse s'est heurté à moult difficultés d'un point de vue pratique et théorique. Aussi, il nous a permis d'entrevoir des perspectives très intéressantes sur l'étude des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'ECF et du CF.

2.1 Limites sur le plan méthodologique

D'un point de vue méthodique, nos études se sont heurtées à l'inaccessibilité d'un terrain de recherche bien défini. En effet, nous aurions voulu mener notre étude sur une ou deux plateformes d'ECF dans laquelle les investisseurs seraient soumis au même environnement. Ce qui aurait permis d'avoir un échantillon plus conséquent et des résultats encore plus représentatifs.

Dans l'étude qualitative, le panel de personnes interrogé a été hasardeusement constitué en majorité d'hommes et de personnes connaissant assez bien le milieu de l'investissement. Nous n'avons donc pas pu apporter un meilleur profilage sur cette partie de notre recherche.

Les travaux fondateurs et ceux ayant eu les meilleurs échos en finance comportementale ont pour la plupart utilisé la méthode expérimentale notamment ceux de Tversky et Kahneman (1973, 1974) ; Thaler (1985) ou encore économétriques comme ceux de Barber et Odean (2005). La méthode expérimentale permet de manipuler les variables dans un environnement qui tend vers le réel, et donne la possibilité d'observer l'effet des variables manipulées sur l'échantillon étudié. La méthode expérimentale permet d'appréhender au moment T toutes les impressions, les sensations et les comportements des acteurs. Dans notre étude, elle aurait pu produire des résultats plus proches de la réalité que la méthode par enquête. Pour une étude expérimentale, la création d'une plateforme d'ECF fictive avec différents projets aurait été un moyen efficace de mettre les investisseurs en situation réelle.

En ce qui concerne les échelles utilisées, il a été difficile de trouver des échelles sur les biais comportementaux directement applicables en ECF. En effet, la plupart des études en finance comportementale ont une approche expérimentale. Nous avons dû transposer certaines échelles venant du marketing, qui toutefois n'ont pas été préjudiciables à notre travail. Étant donné que les études sur les comportements peuvent être aisément transposables dans différents domaines. En exemple, la finance comportementale trouve sa source en psychologie et en sociologie.

Enfin, nous avons observé que le logiciel Amos IBM utilisé pour implémenter notre modèle s'est montré très réactif au nombre de répondants et à la complexité du modèle. Plus le nombre de répondants augmentait, plus les indices de satisfactions (GFI, AGFI, RMR, χ^2 , TLI, RMSEA, CFI) s'amélioraient. Aussi, moins il y avait de variables dans notre modèle, plus ces indices de satisfaction s'amélioraient. Cette observation a également été soulignée par (Bandalos, 2002 ; Anderson et Gerbing, 1984). Nous retenons que lorsque cela est possible, il est judicieux de combiner deux méthodes de recherche afin d'appréhender au mieux le phénomène étudié.

2.2 Limites sur le plan théorique

Notre approche visant à présenter l'effet de chaque biais cognitif pris séparément (en tant que dimension indépendante) a fragilisé notre modèle. Les biais d'affinité et de suivisme bien qu'existant ne se sont pas accordés avec notre modèle. Nous aurions pu considérer l'effet des biais comportementaux sous l'angle d'un construit multidimensionnel⁶² qui regrouperait les trois différents biais mis en étude dans cette thèse. Ce construit aurait un effet unilatéral sur la confiance en l'ECF. Cependant, une telle démarche nécessite une réflexion théorique qui pose la question de savoir : quels sont les biais comportementaux qui agissent de manière conjointe et corrélée sur le processus de décision et sous quel construit peut-on les regrouper ? Cette approche donnerait possiblement une meilleure représentation de l'influence des biais comportementaux. L'élaboration d'un construit multidimensionnel de biais comportementaux est une voie de recherche à explorer.

Aussi, le manque de variables modératrices donne à notre modèle un aspect statique. Nos variables sociodémographiques n'ont pas suffisamment été exploitées dans ce sens. Nous aurions pu les positionner comme variables modératrices. Aussi, il est probable que d'autres biais comportementaux positionnés en variables modératrices puissent accentuer, atténuer ou diminuer l'effet des différentes relations de notre modèle.

⁶² Edwards (2001, pp.145-146) : « un construit multidimensionnel étant conceptualisé à partir de ses dimensions, il n'existe pas indépendamment de celles-ci. Donc, les relations entre un construit multidimensionnel et ses dimensions ne sont pas des forces causales liant des entités conceptuellement différentes, mais plutôt des associations entre un concept général et les dimensions qui le constituent ».

3. Perspectives de recherche possibles

Nous pensons que pour une étude portant sur les biais comportementaux, il serait intéressant de suivre les investisseurs bien avant qu'ils ne prennent leurs décisions d'investissement. Cette approche apporterait une meilleure compréhension du processus de décision de l'investisseur particulier. Dans notre cas, les investisseurs ont été très peu ouverts à une démarche visant à les suivre dans leurs décisions. Cela nous pousse à dire que nous n'avons saisi qu'une partie du comportement de l'investisseur. Le comportement de l'investisseur peut être approfondi soit dans la relation avec les plateformes ou encore avec les autres investisseurs.

Dans la relation plateformes - investisseurs, il serait intéressant d'étudier l'influence que peuvent avoir les plateformes d'ECF sur la communauté. En mettant en évidence les effets directs et indirects des leviers et les outils d'influence sur les décisions des investisseurs. Les variables telles que : l'ergonomie de la plateforme, les vidéos, les appels téléphoniques de la plateforme vers les potentiels investisseurs, les envois de mails, les articles de presse diffusés sur la plateforme, etc., peuvent être étudiés comme variables latentes sur le comportement décisionnel des investisseurs.

Dans les relations investisseurs-investisseurs, il serait intéressant d'étudier la formation de décisions collectives qui peuvent influencer une campagne d'ECF. Nous avons observé que certains *crowdfunders* discutent dans les espaces commentaires dédiés sur la plateforme d'ECF. Ils échangent également dans des forums sur internet. Ou encore, ils créent des groupes d'investisseurs sur les réseaux sociaux pour parler des projets d'investissement en ECF. Comprendre la dynamique de groupe et son effet sur la réussite ou non d'un projet est une perspective d'étude intéressante.

Enfin, nous n'avons pas pu étudier l'impact du retour sur investissement sur la volonté des investisseurs particuliers à continuer de financer les entreprises sur le marché de l'ECF. Une étude dans ce sens permettrait d'actualiser les études sur les motivations des investisseurs.

Note finale

La thèse que nous avons défendue dans cette recherche est celle de la présence des biais comportementaux dans les choix des investisseurs particuliers en ECF, de leurs effets sur la confiance au marché et par ricochet sur l'intention d'investissement.

Premièrement, l'intérêt de notre recherche a résidé dans le terrain de recherche. En effet, nous avons modélisé l'effet des biais comportementaux sur un marché nouveau qui est celui de l'ECF. Très peu de travaux ont apporté une modélisation de l'intention d'investissement sur le marché de l'ECF. Deuxièmement, nous nous sommes intéressés aux investisseurs particuliers qui sont souvent moins étudiés que les investisseurs experts ou professionnels. Nos résultats montrent que les investisseurs novices comme les professionnels sont soumis aux biais comportementaux, mais certainement pas aux mêmes proportions. Troisièmement, cette recherche montre que dans un marché nouveau tel que celui de l'ECF, la confiance joue un rôle capital entre les différentes parties prenantes, en facilitant les relations et en augmentant l'intention d'investissement.

D'autres résultats ont également été trouvés. Ces résultats montrent que les investisseurs en ECF ont un avis positif de ce marché malgré les risques financiers, ils sont à la recherche de nouveaux placements éthiques. Nous observons que leurs expériences financières sur d'autres marchés augmentent leur intention d'investissement en ECF. Aussi, une grande partie des investisseurs ne fondent pas leurs décisions sur des aspects financiers ou techniques, mais sur les affinités qu'ils ont avec certains types de projets. Enfin, ils n'hésitent pas à calquer leurs choix sur ceux des investisseurs expérimentés.

Cette thèse vient enrichir la connaissance que nous avons du comportement, des choix et des critères qui animent les investisseurs particuliers sur le marché du financement participatif par capital encore appelé *Equity crowdfunding*.

Bibliographie

A

- Agrawal, A., Catalini, C., et Goldfarb, A. (2014). Some simple economics of crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63-97.
- Agrawal, A., Catalini, C., et Goldfarb, A. (2016). Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *California Management Review*, 58(2), 111-124.
- Agrawal, A. K., Catalini, C., et Goldfarb, A. (2011). The geography of crowdfunding.
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., et Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980.
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons” : Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in Economics* (p. 235-251).
- Aktas, N. (2004). La « finance comportementale » : Un état des lieux. *Reflets et perspectives de la vie économique*, Tome XLIII (2), 19-33.
- Alba, J., et Hutchinson, J. (1987). Dimensions of Consumer Expertise. *Journal of Consumer Research*, 13, 411-454.
- Aldebert, B., et Rouzies, A. (2015). Quelle place pour les méthodes mixtes dans la recherche francophone en management ? *Management international*, 19(1), 43-60.
- Allais, M. (1953). Le Comportement de l’Homme Rationnel devant le Risque : Critique des Postulats et Axiomes de l’Ecole Americaine. *Econometrica*, 21 (4), 503-546.
- Allard-Poesi, F., et Marechal, G. (2014). Chapitre 2. Construction de l’objet de la recherche (Vol. 4). *Dunod. Méthodes de recherche en management*, 47-62.
- Allard-Poesi, F., et Perret, V. (2014). Chapitre 1. Fondements épistémologiques de la recherche (Vol. 4). *Dunod. Méthodes de recherche en management*, 14-41.
- Alharbey, M., et Van Hemmen, S. (2021). Investor intention in equity crowdfunding. Does trust matter? *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 53.

- Anderson, J. C., et Gerbing, D. W. (1984). The effect of sampling error on convergence, improper solutions, and goodness-of-fit indices for maximum likelihood confirmatory factor analysis. *Psychometrika*, 49(2), 155-173.
- Anzieu, D., et Martin, J.-Y. (2013). La dynamique des groupes restreints (7e éd.). *Quadrige manuels*, PUF -.
- Armstrong, M. (2006). Competition in two-sided markets. *The RAND journal of economics*, 37(3), 668-691.
- Arrow, K. J. (1971). The economic implications of learning by doing. In *Readings in the Theory of Growth* (p. 131-149). *Springer*.
- Astebro, T. B., Fernández Sierra, M., Lovo, S., et Vulkan, N. (2019). Herding in Equity Crowdfunding.
- Attuel-Mendes, L., Bonescu, M., et Raymond, S. (2018). Modèle d'affaires de l'équity crowdfunding en France en 2016 : Un état des lieux. *Innovations*, N° 56 (2), 89-116.

B

- Bade, M. (2018). Assessing the Value of Ventures : Crowd Investors vs. Sophisticated Investors. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 20(1), 1-11.
- Bandalos, D. L. (2002). The effects of item parceling on goodness-of-fit and parameter estimate bias in structural equation modeling. *Structural equation modeling*, 9(1), 78-102.
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (3), 797-817.
- Bar-Yosef, S., et Venezia, I. (2014). An Experimental Study of Overconfidence in Accounting Numbers Predictions. *International Journal of Economics Sciences*, 3(1), 12.
- Barber, B. M., et Odean, T. (1999). The Courage of Misguided Convictions. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 41-55.
- Barber, B. M., et Odean, T. (2001). The internet and the investor. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 41-54.
- Bardin, L. (2013). L'analyse de contenu. *Presses Universitaires de France*.
- Baudry, B. (2005). V / La confiance dans les relations interentreprises. *Reperes*, 88-99.

- Bauer, R. A., et Bauer, A. H. (1960). America, « mass society » and mass media. *Journal of Social Issues*, 16(3), 3-66.
- Beier, M., et Wagner, K. (2015). Crowdfunding Success : A Perspective from Social Media and E-Commerce. 22.
- Beier, M., et Wagner, K. (2016). User Behavior in Crowdfunding Platforms–Exploratory Evidence from Switzerland. *2016 49th Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS)*, 3584-3593.
- Belleflamme, P., Lambert, T., et Schwienbacher, A. (2013). Individual crowdfunding practices. *Venture Capital*, 15(4), 313-333.
- Belleflamme, P., Lambert, T., et Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding : Tapping the right crowd. *Journal of business venturing*, 29(5), 585-609.
- Bernard, Y. (2004). La netnographie : Une nouvelle méthode d'enquête qualitative basée sur les communautés virtuelles de consommation. *Décisions marketing*, 49-62.
- Bessière, V., et Stéphanie, É. (2015). Financement et gouvernance des start-ups en equitycrowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie*, 18-4.
- Bessière, V., et Stéphanie, É. (2017). Le crowdfunding : Fondements et pratiques (2e édition mise à jour (cadre légal et pratique) et enrichie). *De Boeck supérieur*.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., et Welch, I. (1998). Learning from the behavior of others : Conformity, fads, and informational cascades. *Journal of economic perspectives*, 12(3), 151-170.
- Bikhchandani, S., et Sharma, S. (2000). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff papers*, 47(3), 279-310.
- Black, B. S. (2001). The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*, 48(4).
- Block, J., Hornuf, L., & Moritz, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics*, 50(1), 3-27.
- Bollen, K. A. (1989). A new incremental fit index for general structural equation models. *Sociological methods & research*, 17(3), 303-316.

- Borillo, M., Desclès, J.-P., Imbert, M., Richard, J.-F., Codol, J.-P., et Tiberghien, G. (1988). Controverses : A propos des sciences cognitives. *Hermès (Paris. 1988), 1988, N° 3, fascicule thématique » Psychologie ordinaire et sciences cognitives »*.
- Bouaïss, K., et Redis, J. (2019). ... Et pour quelques euros de plus : Une contribution à la connaissance des pratiques d'equity crowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie, NS-5*.
- Bouaïss, K., Zoukhoua, É.-A., et Onnée, S. (2021). Succès des campagnes en equity crowdfunding : Une analyse à partir des outils internes et externes de communication. *Revue de l'Entrepreneuriat, 20(3), 17-44*.
- Bougraine, F.-Z., et Barzi, R. (2020). Le commerce social : Définition caractéristiques et apports. *Revue Internationale du Chercheur, 1 (2), Article 2*.
- Boyer, K., Chevalier, A., Léger, J.-Y., et Sannajust, A. (2016). *Le crowdfunding*. la Découverte.
- Brabet, J. (2002). La main visible des investisseurs institutionnels. *Revue française de gestion, no 141 (5), 203-224*.
- Bradford, C. S. (2012). Crowdfunding and the federal securities laws. *Colum. Bus. L. Rev.*, 1.
- Bretschneider, U., et 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*.
- Brousseau, E. (2001). Confiance ou contrat, confiance et contrat. *COLLOQUES-INRA, 65-80*.
- Butticè, V., et Vismara, S. (2021). Inclusive digital finance : The industry of equity crowdfunding. *The Journal of Technology Transfer, 1-18*.
- Byrne, A., et Brooks, M. (2008). Behavioral finance : Theories and evidence.

C

- Caillaud, B., et Tregouët, T. (2006). L'économie des marchés « biface ». *Revue Lamy de la concurrence, 9, 106-112*.
- Calmé, I., Onnée, S., et Zoukhoua, É.-A. (2016). Plateformes de crowdfunding et acteurs de l'écosystème entrepreneurial. *Revue française de gestion, 259 (6), 139-154*.

- Calme, I., Onnee, S., et Zoukhou, É.-A. (2018). Logiques partenariales au sein de l'écosystème du prêt entrepreneurial-Le partenariat plateformes du CLE–CSOEC. *Revue française de gestion*, 44 (273), 85-106.
- Camerer, C. F., et Johnson, E. J. (1997). The process-performance paradox in expert judgment : How can experts know so much and predict so badly. *Research on judgment and decision making: Currents, connections, and controversies*, 342.
- Camus, O. (2016). L'objectivisme : Une épistémo-idéologie. 16.
- Caplin, A., et Leahy, J. (1998). Miracle on Sixth Avenue : Information Externalities and Search. *The Economic Journal*, 108 (446), 60-74.
- Cardon, D. (1996). L'entretien compréhensif (Jean-Claude Kaufmann). *Réseaux. Communication-Technologie-Société*, 14 (79), 177-179.
- Cartier, M. (2014). Chapitre 16. Méthodes de simulation (Vol. 4). *Dunod. Méthodes de recherche en management*, 524-543.
- Catalini, C., Fazio, C., et Murray, F. (2016). Can equity crowdfunding democratize access to capital and investment opportunities?
- Catellin, S. (2004). L'abduction : Une pratique de la découverte scientifique et littéraire. *Hermes, La Revue*, n° 39 (2), 179-185.
- Charreaux, G. (2005). Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale» Une réflexion exploratoire... *Revue française de gestion*, 4, 215-238.
- Charreire-Petit, S., et Durieux, F. (2014). Chapitre 3. Explorer et tester : Les deux voies de la recherche (Vol. 4). *Dunod. Méthodes de recherche en management*, 76-94.
- Chassagnon, A. (2015). Economie Théorique – 4 – Comportements moutonniers. https://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/chassagnon-arnold/m2_2015_4.pdf
- Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., et Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.
- Chen, L. (2021). Investigating the Impact of Competition and Incentive Design on Performance of Crowdfunding Projects : A Case of Independent Movies. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*, 16(4), 791-810.

- Cherif, M. (1999). Asymétrie d'information et financement des pme innovantes par le capital-risque. *Revue d'économie financière*, 54, 163-178. JSTOR.
- Cheung, C. M. K., et Lee, M. K. O. (2012). What drives consumers to spread electronic word of mouth in online consumer-opinion platforms. *Decision Support Systems*, 53(1), 218-225.
- Chikh, S., et Grandin, P. (2016). Finance comportementale. *Economica*.
- Cholakova, M., et 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.
- Chouk, I. (2005). Confiance et commerce électronique : Un premier bilan. 22.
- Chouk, I., et Perrien, J. (2003). Les déterminants de la confiance du consommateur lors d'un achat sur un site marchand : Proposition d'un cadre conceptuel préliminaire. *Actes du Congrès International de l'AFM, Tunis*, pp581-593.
- Cohendet, P., Kirman, A., et Zimmermann, J.-B. (2003). Émergence, formation et dynamique des réseaux. Modèles de la morphogenèse. *Revue d'économie industrielle*, 103 (1), 15-42.
- Collins, L., et Pierrakis, Y. (2012). The venture crowd : Crowdfunding equity investments into business.
- Comte, A. (1844). Discours sur l'esprit positif. *Carilian-Goeury et V. Dalmont*.
- Conlisk, J. (1996). Why bounded rationality? *Journal of economic literature*, 34(2), 669-700.
- Courtney, C., Dutta, S., et Li, Y. (2017). Resolving Information Asymmetry : Signaling, Endorsement, and Crowdfunding Success. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 265-290.
- Cronbach, L. J. (1951). Coefficient alpha and the internal structure of tests. *psychometrika*, 16 (3), 297-334.

D

- D'Amours, L. (2016). Comment réussir une campagne de financement participatif. *Gestion*, 41 (2), 102-105.
- Daniel, K. D., Hirshleifer, D., et Subrahmanyam, A. (2001). Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing. *The Journal of Finance*, 56(3), 921-965.

- Darmon, R. Y., Laroche, M., McGown, K. L., et Nantel, J. (1991). Les fondements de la recherche commerciale. *G. Morin*.
- Darpy, D. (1997). Une variable médiatrice du report d'achat : La procrastination. *Université de Paris-Dauphine*, 24.
- Deaves, R., Lüders, E., et Schröder, M. (2010). The dynamics of overconfidence : Evidence from stock market forecasters. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 75(3), 402-412.
- Delacroix, E., Jolibert, A., Monnot, É., et Jourdan, P. (2021). Chapitre 5. La construction d'une échelle de mesure. *Management Sup*, 121-148.
- Doney, P. M., et Cannon, J. P. (1997). An Examination of the Nature of Trust in Buyer-Seller Relationships. *Journal of Marketing*, 61(2), 35-51.
- Drucker-Godard, C., Ehlinger, S., et Grenier, C. (2014). Chapitre 10. Validité et fiabilité de la recherche (Vol. 4). *Dunod. Méthodes de recherche en management*, 297-331.
- Dubois, A., Gromek, M., et Gromek, M. (2018, février 15). How distance comes into play in equity crowdfunding. *The Rise and Development of FinTech; Routledge*.

E

- Edwards, J. R. (2001). Multidimensional constructs in organizational behavior research : An integrative analytical framework. *Organizational research methods*, 4(2), 144-192.
- Eisenmann, T., Parker, G., et Van Alstyne, M. W. (2006). Strategies for two-sided markets. *Harvard business review*, 84(10), 92.
- Estrin, S., Gozman, D., et Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding : Entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*, 51(2), 425-439.

F

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

- Fasshauer, I. (2016). Contrôler pour la foule ? - Le cas des plateformes d'equity-crowdfunding. *Revue Française de Gestion*, 42 (259), 51-68.
- Felipe, I. J. dos S., et Ferreira, B. C. F. (2020). Determinants of the success of equity crowdfunding campaigns. *Revista Contabilidade & Finanças, AHEAD*.
- Feng, L., et Seasholes, M. S. (2005). Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets? *Review of Finance*, 9(3), 305-351.
- Festinger, L. (1957). A Theory of Cognitive Dissonance. Stanford University Press.
- Figner, B., & Weber, E. U. (2015). Personality and risk taking.
- Filbeck, G., Ricciardi, V., Evensky, H. R., Fan, S. Z., Holzhauer, H. M., et Spieler, A. (2017). Behavioral finance : A panel discussion. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 15, 52-58.
- Firoozi, F., Jalilvand, A., et Lien, D. (2017). Information Asymmetry and Adverse Wealth Effects of Crowdfunding. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 18(1), 1-8.
- Fishbein, M., et Ajzen, I. (1975). Belief, attitude, intention, and behavior : An introduction to theory and research. *Philosophy and Rhetoric*, 10(2).
- Fiske, S. T., et Taylor, S. E. (2011). Les stéréotypes. Cognition et biais. *PSY-Individus, groupes, culture*, 299-328.
- Flament, C. (1962). L'analyse de similitude. *Cahiers du centre de recherche opérationnelle*, 4, 63-97.
- Flament, C. (1981). L'analyse de similitude : Une technique pour les recherches sur les représentations sociales. *Cahiers de Psychologie Cognitive/Current Psychology of Cognition*.
- Fornell, C., et Larcker, D. F. (1981). Structural equation models with unobservable variables and measurement error : Algebra and statistics. *Sage Publications Sage CA: Los Angeles, CA*.
- Fort, M.-L. (2000). Signaux qualitatifs et phénomène de star [PhD Thesis]. *Laboratoire d'analyse et de techniques économiques (LATEC)*.
- French, K. R., et Poterba, J. M. (1991). Investor diversification and international equity markets. *The American Economic Review*, 81(2), 222-226.
- Frieder, L., et Subrahmanyam, A. (2005). Brand perceptions and the market for common stock. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 40(1), 57-85.

Fromlet, H. (2001). Behavioral Finance-Theory and Practical Application : Systematic analysis of departures from the homo oeconomicus paradigm are essential for realistic financial research and analysis. *Business economics*, 63-69.

G

Gabison, G. (2014). Understanding Crowdfunding and Its Regulations. *Publications Office of the European Union*.

Gajewski, J.-F., et Li, L. (2015). Can Internet-based disclosure reduce information asymmetry? *Advances in Accounting*, 31(1), 115-124.

Ganassali, S., et Moscarola, J. (2004). Protocoles d'enquête et efficacité des sondages par Internet. *Décisions Marketing*, 33, 63-75.

Gavard-Perret, M.-L., Gotteland, D., Haon, C., et Jolibert, A. (2008). Méthodologie de la recherche. *Editions Pearson Education France*.

Gefen, D. (2000). E-commerce : The role of familiarity and trust. *Omega*, 28(6), 725-737.

Gerber, E. M., et Hui, J. (2013). Crowdfunding : Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20(6), 1-32.

Geroski, P. A. (2000). Models of technology diffusion. *Research policy*, 29(4-5), 603-625.

Gilles, P. (1992). Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers. *Revue française d'économie*, 7 (2), 53-115.

Gillet, P. (2006). L'efficience des marchés financiers. (2e édition). *Economica*.

Giordano, Y. (2003). Conduire un projet de recherche : Une perspective qualitative. *Editions Ems*.

Giordano, Y., et Jolibert, A. (2016). Pourquoi je préfère la recherche quantitative/Pourquoi je préfère la recherche qualitative. *Revue internationale PME*, 29 (2), 7-17.

Girin, J. (1989). L'opportunisme méthodique. *La recherche*.

Glaser, M., et Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1-36.

Goglin, C. (2021). L'affectif et les valeurs dans les choix d'investissement en equity crowdfunding 1. *ISTE Group*.

- Goglin, C., et Desbrieres, P. (2020). Comprendre le rôle des réactions affectives dans les décisions d'investissement en equity crowdfunding : Les apports de la finance comportementale et du marketing. *Finance Contrôle Stratégie*, 23-1, Article 23-1.
- Griffin, Z. J. (2012). Crowdfunding : Fleecing the American Masses. *Case Western Reserve Journal of Law, Technology and the Internet*, 4, 375.
- Guan, X., Deng, W.-J., Jiang, Z.-Z., et Huang, M. (2020). Pricing and advertising for reward-based crowdfunding products in E-commerce. *Decision Support Systems*, 131, 113231.
- Guenther, C., Johan, S., et Schweizer, D. (2018). Is the crowd sensitive to distance? —How investment decisions differ by investor type. *Small Business Economics*, 50(2), 289-305.
- Guillard, A., et Roussel, J. (2010). Le capital humain en gestion des ressources humaines : Éclairages sur le succès d'un concept. *Management Avenir*, n° 31 (1), 160-181.
- Guirado, C. E., de Ibarreta Zorita, C. M., et Castro, C. G. (2018). Beyond signed T-shirts : A socio-technological model of equity crowdfunding adoption. *Journal of Innovation Economics Management*, 2, 137-172.
- Guo, L., Guo, D., Wang, W., Wang, H., et Wu, Y. J. (2018). Distance Diffusion of Home Bias for Crowdfunding Campaigns between Categories : Insights from Data Analytics. *Sustainability*, 10(4), 1251.

H.I

- Hamelin, A., et Pfiffelmann, M. (2015). The private equity premium puzzle : A behavioural finance approach. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 24(3), 335-356.
- Harms, M. (2007). What drives motivation to participate financially in a crowdfunding community? *Available at SSRN 2269242*.
- Healy, P. M., et Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.
- Hemer, J. (2011). *A snapshot on crowdfunding* (Working Paper R2/2011). Arbeitspapiere Unternehmen und Region.

- Heminway, J. M. (2013). Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era : Disclosing to and for the Crowd. *Vermont Law Review*, 38, 827.
- Hens, T., et Meier, A. (2015). Behavioral finance : The psychology of investing. *Credit Suisse*.
- Henseler, J., Ringle, C. M., et Sarstedt, M. (2015). A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43(1), 115-135.
- Herbert, S. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118.
- Herbert, S. A. (1956). Rational choice and the structure of the environment. *Psychological review*, 63(2), 129.
- Herbert, S. A. (1959). Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science. *The American Economic Review*, 49(3), 253-283.
- Hergon, E., Moutel, G., Bellier, L., Hervé, C., et Rouger, P. (2004). Les facteurs de perception et d'acceptabilité du risque : Un apport pour la connaissance des représentations du risque transfusionnel. *Transfusion clinique et biologique*, 11 (3), 130-137.
- Hervé, F., Manthé, E., Sannajust, A., et Schwienbacher, A. (2017). *Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding*.
- Hervé, F., et Schwienbacher, A. (2018). Round-Number Bias in Investment : Evidence from Equity Crowdfunding. *Finance, Vol. 39(1)*, 71-105.
- Hirshleifer, D., et Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 337-386.
- Hornuf, L., et Schmitt, M. (2016). Success and failure in equity crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2), 16-22.
- Hornuf, L., Schmitt, M., et Stenzhorn, E. (2020). Does a local bias exist in equity crowdfunding? *Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper*, 16-07.
- Hornuf, L., et Schwienbacher, A. (2015). Funding dynamics in crowdinvesting.
- Hornuf, L., et Schwienbacher, A. (2016). Portal design and funding dynamics in equity crowdfunding.
- Hornuf, L., et Schwienbacher, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, 49(3), 579-593.

- Housen, L. (1952). Jean Guitton, Le travail intellectuel. Conseils à ceux qui étudient et à ceux qui écrivent. *Revue philosophique de Louvain*, 50 (25), 187-188.
- Howard J. A. (1994). Buyer Behavior in Marketing Strategy. *Englewood Cliffs, NJ: PrenticeHall*.
- Howe, J. (2006). The rise of crowdsourcing. *Wired magazine*, 14(6), 1-4.
- Hsu, M.-H., et Chiu, C.-M. (2004). Internet self-efficacy and electronic service acceptance. *Decision Support Systems*, 38(3), 369-381.
- Ibrahim, D. M. (2015). Equity Crowdfunding : A Market for Lemons. *Minnesota Law Review*, 100, 561.

J

- Jacoby, J., Troutman, T., Kuss, A., et Mazursky, D. (1986). Experience and expertise in complex decision making. *ACR North American Advances*.
- Jarvenpaa, S. L., Tractinsky, N., et Vitale, M. (2000). Consumer trust in an Internet store. *Information technology and management*, 1(1), 45-71.
- Jeffers, E., et Plihon, D. (2001). Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises. *Revue d'économie financière*, 63, 137-152. *JSTOR*.
- Jensen, M. C., et Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jimenez, M. (1997). La psychologie de la perception. *FeniXX*.
- Jondeau, E. (2001). Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux. *Bulletin de la Banque de France*, 95, 85-95.
- Josefy, M., Dean, T. J., Albert, L. S., et Fitza, M. A. (2017). The Role of Community in Crowdfunding Success : Evidence on Cultural Attributes in Funding Campaigns to “Save the Local Theater”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 161-182.

K

- Kahneman, D. (2012). *Système 1 / Système 2 : Les deux vitesses de la pensée (R. Clarinard, Trad.; FLAMMARION edition). FLAMMARION.*
- Kahneman, D., et Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kalman, M. E. (1999). The effects of organizational commitment and expected outcomes on the motivation to share discretionary information in a collaborative database : Communication dilemmas and other serious games. *University of Southern California.*
- Kankanhalli, A., Tan, B. C. Y., et Wei, K.-K. (2005). Contributing Knowledge to Electronic Knowledge Repositories : An Empirical Investigation. *MIS Quarterly*, 29(1), 113-143.
- Kennedy, R. E. (1997). A tale of two economies : Economic restructuring in post-socialist Poland. *World Development*, 25(6), 841-865.
- Khelladi, I., Castellano, S., et Bertaud, A. (2018). Les déterminants de la confiance de l'internaute dans le contexte d'une collecte de crowdfunding. *Innovations*, 56 (2), 117-140.
- Kim, D. J., Ferrin, D. L., et Rao, H. R. (2008). A trust-based consumer decision-making model in electronic commerce : The role of trust, perceived risk, and their antecedents. *Decision support systems*, 44(2), 544-564.
- Kim, K., et Viswanathan, S. (2014). The experts in the crowd : The role of reputable investors in a crowdfunding market. *Available at SSRN 2258243.*
- Kleemann, F., Voß, G. G., et Rieder, K. (2008). Un (der) paid innovators : The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, technology & innovation studies*, 4(1), 5-26.
- Kleinert, S., Volkmann, C., et Grünhagen, M. (2020). Third-party signals in equity crowdfunding : The role of prior financing. *Small Business Economics*, 54(1), 341-365.
- Knoke, Marsden, et Kallenberg. (2002). The national organizations study. *American Behavioral Scientist.*
- Kreps, D. M. (1990). Corporate culture and economic theory. *Perspectives on positive political economy*, 90(109-110), 8.

L

- La Finance pour tous, et Autorité des marchés financiers. (2011). La culture financière des Français—*Étude réalisée à la demande de l'Institut pour l'Éducation Financière du Public (La Finance pour tous), en partenariat avec l'Autorité des marchés financiers.*
- Lacan, C., et Desmet, P. (2017). Does the crowdfunding platform matter? Risks of negative attitudes in two-sided markets. *Journal of Consumer Marketing*.
- Le Moigne, J.-L. (1990). La modélisation des systèmes complexes. (Éd. Dunod).
- Lebraty, J.-F., et Pastorelli-Nègre, I. (2004). Biais cognitifs : Quel statut dans la prise de décision assistée? *Systèmes d'information et management*, 9 (3), 87-116.
- Lee, D. K. (2016). Alternatives to P value : Confidence interval and effect size. *Korean journal of anesthesiology*, 69(6), 555.
- Lee, M. K. O., et Turban, E. (2001). A Trust Model for Consumer Internet Shopping. *International Journal of Electronic Commerce*, 6(1), 75-91.
- Lemoine, J.-F., et Notebaert, J.-F. (2011). Agent virtuel et confiance des internautes vis-à-vis d'un site Web. *Décisions marketing*, 61, 47.
- Lesage, C. (2000). L'expérimentation de laboratoire en sciences de gestion. *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 6 (3), 69-82.
- Lin, H.-W. (2011). Elucidating rational investment decisions and behavioral biases : Evidence from the Taiwanese stock market. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1630.
- Löher, J. (2017). The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures : An analysis of the preselection process. *Venture Capital*, 19(1-2), 51-74.
- Lopes, L. L. (1987). Between hope and fear : The psychology of risk. In *Advances in experimental social psychology* (Vol. 20, p. 255-295). Elsevier.
- Luhmann, N. (2001). Confiance et familiarité. *Rezeaux*, no 108 (4), 15-35.
- Lukkarinen, A., Wallenius, J., et Seppälä, T. (2019). *Investor Motivations and Decision Criteria in Equity Crowdfunding*.

M

- Macht, S. A., et Weatherston, J. (2014). The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures. *Strategic Change*, 23(1-2), 1-14.
- Maier, E. (2016). Supply and demand on crowdlending platforms : Connecting small and medium-sized enterprise borrowers and consumer investors. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 33, 143-153.
- Manthé, E. (2018). Analyse du comportement d'investissement en equity crowdfunding : Une approche par la valeur consommateur. *Université Bourgogne Franche-comté*.
- Marchand, P., et Ratinaud, P. (2012). L'analyse de similitude appliquée aux corpus textuels : Les primaires socialistes pour l'élection présidentielle française (septembre-octobre 2011). *Actes des 11eme Journées internationales d'Analyse statistique des Données Textuelles. JADT, 2012*, 687-699.
- Markowitz, H. (1952). The Utility of Wealth. *Journal of Political Economy*, 60(2), 151-158.
- Martinez, F. (2010). L'individu face au risque : L'apport de Kahneman et Tversky. *Idées économiques et sociales*, 161, 15-23.
- Mason, C., Botelho, T., et Harrison, R. (2016). The transformation of the business angel market : Empirical evidence and research implications. *Venture Capital*, 18(4), 321-344.
- Mbengue, A., Vandangeon-Derumez, I., et Garreau, L. (2014). Chapitre 11. Construire un modèle (Vol. 4). *Dunod. Méthodes de recherche en management*, 334-367.
- McKnight, D. H., Cummings, L. L., et Chervany, N. L. (1998). Initial Trust Formation in New Organizational Relationships. *Academy of Management Review*, 23(3), 473-490.
- Méric, J., Jardat, R., Mairesse, F., et Brabet, J. (2016). La foule : Levier de gestion, projet de société ou idéologie ? *Revue Française de Gestion*, 42 (258), 61-74.
- Midy, F. (1996). Validité et fiabilité des questionnaires d'évaluation de la qualité de vie : Une étude appliquée aux accidents vasculaires cérébraux.
- Mitter, C., et Kraus, S. (2011). Entrepreneurial finance—issues and evidence, revisited. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2-3), 132-150.
- Mochkabadi, K., & Volkmann, C. K. (2020). Equity crowdfunding : A systematic review of the literature. *Small Business Economics*, 54(1), 75-118.
- Mohammadi, A., et Shafi, K. (2018). Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors. *Small Business Economics*, 50(2), 275-287.

- Mollick, E. (2012). The dynamics of crowdfunding : Determinants of success and failure.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding : An exploratory study. *Journal of business venturing*, 29(1), 1-16.
- Mollick, E., et Robb, A. (2016). Democratizing innovation and capital access : The role of crowdfunding. *California management review*, 58(2), 72-87.
- Moore, J. F. (1996). The death of competition : Leadership and strategy in the age of business ecosystems.
- Morrison, D. G. (1979). Purchase intentions and purchase behavior. *Journal of marketing*, 43(2), 65-74.
- Mourre, M.-L. (2013). La modélisation par équations structurelles basée sur la méthode PLS : Une approche intéressante pour la recherche en marketing. *France, Paris*.
- Moussavou, J. (2017). Asymétries d'information et crowdfunding. *Revue française de gestion*, 268 (7), 61-76.
- Mudambi, S. M., et Schuff, D. (2010). Research Note : What Makes a Helpful Online Review? A Study of Customer Reviews on Amazon.com. *MIS Quarterly*, 34(1), 185-200.

N

- Niemand, T., Angerer, M., Thies, F., Kraus, S., et Hebenstreit, R. (2018). Equity crowdfunding across borders : A conjoint experiment. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 24(4), 911-932.
- Nisar, T. M., et Prabhakar, G. (2017). What factors determine e-satisfaction and consumer spending in e-commerce retailing? *Journal of retailing and consumer services*, 39, 135-144.
- Nitani, M., Riding, A., et He, B. (2019). On equity crowdfunding : Investor rationality and success factors. *Venture Capital*, 21(2-3), 243-272.
- Nunnally, J. C. (1978). An overview of psychological measurement. *Clinical diagnosis of mental disorders*, 97-146.

O

- Onnée, S., et Renault, S. (2013). Le financement participatif : Atouts, risques et conditions de succès. *Gestion, Vol. 38* (3), 54-65.
- Onnée, S., et Renault, S. (2014). Crowdfunding : Vers une compréhension du rôle joué par la foule. *Management & Avenir*, 8, 117-133.
- Opinionway, et AMF. (2021). Les Français et les placements responsables. *Autorité des marchés financiers*.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., et Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding : Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- Origgi, G. (2008). Sagesse en réseaux : La passion d'évaluer. *La Vie des idées*.
- Orléan, A. (2001). Comprendre les foules spéculatives : Mimétismes informationnel, autoréférentiel et normatif. *Crises financières, Economica, Paris*.
- O'Shaughnessy, J. (1992). *Explaining buyer behavior : Central concepts and philosophy of science issues*. Oxford University Press on Demand.
- Osterwalder, A., et Pigneur, Y. (2012). Designing business models and similar strategic objects : The contribution of IS. *Journal of the Association for information systems*, 14(5), 3.

P

- Pellegrin-Boucher, E., et Gueguen, G. (2005). Stratégies de «coopétition» au sein d'un écosystème d'affaires:une illustration à travers le cas de SAP. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 8 (1), 109-130.
- Petit, A., et Wirtz, P. (2021). Experts in the crowd and their influence on herding in reward-based crowdfunding of cultural projects. *Small Business Economics*, 1-31.
- Philogène, G., et Moscovici, S. (2003). Enquêtes et sondages. In Moscovici et Buschini, *Méthodes des sciences humaines* (p. 40-59). PUF.
- Piaget, J. (1967). *Logique Et Connaissance Scientifique*. Gallimard.
- Pickering, M. (2011). Le positivisme philosophique : Auguste Comte. *Revue interdisciplinaire d'études juridiques, Volume 67* (2), 49-67.

- Pompian, M. (2016). Risk profiling through a behavioral finance lens. *CFA Institute Research Foundation*.
- Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management : How to build investment strategies that account for investor biases. (Vol. 667). *John Wiley & Sons*.
- Popper, K. (2005). The logic of scientific discovery. *Routledge*.
- Pras, B., Evrard, Y., et Roux, E. (2003). Market : Études et recherches en marketing. *Dunod*.

R

- Rabin, M., et Thaler, R. H. (2001). Risk Aversion. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 1.
- Ralcheva, A., et Roosenboom, P. (2019). Forecasting success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 1-18.
- Renault, S. (2017). Crowdsourcing : La foule en question(s): *Annales des Mines - Gérer et comprendre*, N° 129 (3), 45-57.
- Renault, S. (2020). Stretch Goals : Définition, contours et enjeux pour la dynamique d'une campagne de financement participatif. *Annales des Mines - Gérer et comprendre*, 139 (1), 12-32.
- Ricciardi, V., et Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.
- Richard, C. (2003). L'indépendance de l'auditeur : Pairs et manques. *Revue française de gestion*, 147 (6), 119-131.
- Rochet, J.-C., et Tirole, J. (2006). Two-sided markets : A progress report. *The RAND Journal of Economics*, 37(3), 645-667.
- Rossi, M. (2014). The new ways to raise capital : An exploratory study of crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, 5(2), 8.
- Rotter, J. B. (1967). A new scale for the measurement of interpersonal trust. *Journal of Personality*, 35(4), 651-665.
- Roussel, P., Durrieu, F., Campoy, E., et Akremi, A. E. (2005). Chapitre 11. Analyse des effets linéaires par modèles d'équations structurelles. *Methodes Recherches*, 297-324.

Royer, I., et Zarlowski, P. (2014). Chapitre 6. Le design de la recherche (*Vol. 4*). *Dunod. Methodes de recherche en management*, 168-184.

S

Sahi, S. K. (2017). Psychological biases of individual investors and financial satisfaction. *Journal of Consumer Behaviour*, 16(6), 511-535.

Saint-Paul, G. (2007). Le rôle des croyances et des idéologies dans l'économie politique des réformes. *Revue d'économie politique*, 117 (4), 577-592.

Sako, M. (1991). The role of trust in Japanese buyer supplier relationships. *Recherche Economique*, 23, 449-474.

Sarwar, A., Mansoor, Z., et Butt, N. S. (2014). Investor's behavior in Pakistan Mercantile Exchange (PMEX). *Science International*, 26(3).

Schenk, E., et Guittard, C. (2011). Towards a characterization of crowdsourcing practices. *Journal of Innovation Economics Management*, n°7(1), 93-107.

Schinckus, C. (2009). La finance comportementale ou le développement d'un nouveau paradigme, Behavioural Finance or the Emergence of a New Paradigm. *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, 20, 101-127.

Schwienbacher, A., et Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming.

Schwienbacher, A., et Larralde, B. (2012). Alternative types of entrepreneurial finance. In *The oxford handbook of entrepreneurial finance*.

Seru, A., Shumway, T., et Stoffman, N. (2010). Learning by Trading. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 705-739.

Shafi, K. (2021). Investors' evaluation criteria in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 56(1), 3-37.

Shafi, K., et Sauermann, H. (2017). Investor Decision-Making in Equity Crowdfunding. *Academy of Management Proceedings*, 2017 (1), 14548.

Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49-60.

- Shneor, R., et Munim, Z. H. (2019). Reward crowdfunding contribution as planned behaviour : An extended framework. *Journal of Business Research*, 103, 56-70.
- Shuen, A. (2008). *Web 2.0 : A Strategy Guide*, O'Reilly Media. – Google Search.
- Ska, B., et Joannette, Y. (2006). Vieillesse normale et cognition. *M/S: médecine sciences*, 22 (3), 284-287.
- Skoglund, E., et Stiernblad, M. (2013). The Future of Equity Crowdfunding–Is « The Crowd » Capable of Good Investment? *Lund University School of Economics and Management*.
- Slovic, P., Fischhoff, B., et Lichtenstein, S. (1980). Facts and fears : Understanding perceived risk. In *Societal risk assessment* (p. 181-216). Springer.
- Snow, C. C., et Thomas, J. B. (1994). Field research methods in strategic management : Contributions to theory building and testing. *Journal of management studies*, 31(4), 457-480.
- Sorenson, O., et Stuart, T. E. (2001). Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments. *American Journal of Sociology*, 106 (6), 1546-1588.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stafford, J., et Bodson, P. (2006). L'analyse multivariée avec SPSS. *Puq*.
- Suire, R., et Vicente, J. (2004). Les dynamiques de proximité de la netéconomie : Formation et stabilité des clusters TIC. *4e journée de la proximité*.
- Sun, H. (2013). A Longitudinal Study of Herd Behavior in the Adoption and Continued Use of Technology. *MIS Quarterly*, 37(4), 1013-1041.

T

- Tadjeddine, Y. (2013). La finance comportementale,. *Idees économiques et sociales*, N° 174 (4), 16-25.
- Tekçe, B., et Yılmaz, N. (2015). Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 5, 35-45.
- Tekçe, B., Yılmaz, N., et Bildik, R. (2016). What factors affect behavioral biases? Evidence from Turkish individual stock investors. *Research in International Business and Finance*, 37, 515-526.

- Thaler, R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral decision making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, R. H. (2005). Advances in Behavioral Finance. *Volume II (STU-Student edition)*. Princeton University Press.
- Thies, F., Huber, A., Bock, C., Benlian, A., et Kraus, S. (2019). Following the Crowd—Does Crowdfunding Affect Venture Capitalists' Selection of Entrepreneurial Ventures? *Journal of Small Business Management*, 57(4), 1378-1398.
- Toshino, M., et Suto, M. (2004). Cognitive biases of Japanese institutional investors : Consistency with behavioral finance. *12th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets, National Sun Yat-sen University, Kaohsiung, Taiwan*.
- Touzani, M., et Salaani, T. (2000). Le processus de validation des échelles de mesure : fiabilité et validité. *Marketing*, 11(3), 73.
- Trespeuch, L., et Robinot, E. (2014). Le Crowdfunding : Une nouvelle forme de participation. *Revue de Management et de Stratégie*, 11 (1), 1-13.
- Trudel, L., Simard, C., et Vonarx, N. (2006). La recherche qualitative est-elle nécessairement exploratoire. *Recherches qualitatives*, 5, 38-55.
- Tversky, A., et Kahneman, D. (1973). Availability : A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232.
- Tversky, A., et Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty : Heuristics and Biases. *Science*, 185 (4157), 1124-1131.
- Tversky, A., et Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211 (4481), 453-458.

U.V

- ul Abdin, S. Z., Farooq, O., Sultana, N., et Farooq, M. (2017). The impact of heuristics on investment decision and performance : Exploring multiple mediation mechanisms. *Research in International Business and Finance*, 42, 674-688.

- Vergès, P., et Bouriche, B. (2001). L'analyse des données par les graphes de similitude. *Sciences humaines*, 1-90.
- Vernimmen, P., Le Fur, Y., et Quiry, P. (2018). Finance d'entreprise. (17e édition, 2019). Dalloz.
- Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590.
- Vismara, S. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 98-106.
- Von Neumann, J., et Morgenstern, O. (1947). Theory of games and economic behavior. 2nd rev. Ed (p. xviii, 641). *Princeton University Press*.

W

- Vulkan, N., Åstebro, T., et Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding : A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5, 37-49.
- Wacheux, F., et Rojot, J. (1996). *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*. Économica, DL 1996.
- Wacheux, F., et Roussel, P. (2005). Management des ressources humaines : Méthodes de recherche en sciences humaines et sociales. *De Boeck*.
- Wallmeroth, J., Wirtz, P., et 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.
- Wang, W., Mahmood, A., Sismeiro, C., et Vulkan, N. (2019). The evolution of equity crowdfunding : Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*, 48(8), 103727.
- Weber, E. U., Blais, A.-R., et Betz, N. E. (2002). A domain-specific risk-attitude scale : Measuring risk perceptions and risk behaviors. *Journal of behavioral decision making*, 15(4), 263-290.
- Weber, E. U., et Hsee, C. (1998). Cross-cultural differences in risk perception, but cross-cultural similarities in attitudes towards perceived risk. *Management science*, 44(9), 1205-1217.

- Weber, M., et Camerer, C. F. (1998). The disposition effect in securities trading : An experimental analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 33(2), 167-184.
- Wilke, A., et Mata, R. (2012). Cognitive bias. *Encyclopedia of human behaviour*, 1, 531-535.
- Williamson, O. E. (1975). Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization. *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.
- Winton, A., et Yerramilli, V. (2008). Entrepreneurial finance : Banks versus venture capital. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 51-79.
- Wood, R., et Zaichowsky, J. L. (2004). Attitudes and trading behavior of stock market investors : A segmentation approach. *The Journal of Behavioral Finance*, 5(3), 170-179.
- Wright, T. R. (1986). The Religion of Humanity : The Impact of Comtean Positivism on Victorian Britain. *Cambridge University Press*.

Y

- Yagouti, A. (1998). Heuristiques et biais dans la prise de décision. (Numéro R539). *INRS-Eau*.

Z

- Zaggl, M. A., et Block, J. (2019). Do small funding amounts lead to reverse herding? A field experiment in reward-based crowdfunding. *Journal of Business Venturing Insights*, 12, e00139.
- Zait, A., et Berteau, P. (2011). Methods for testing discriminant validity. *Management & Marketing Journal*, 9(2), 217-224.
- Zajonc, R. B. (1968). Attitudinal effects of mere exposure. *Journal of Personality and Social Psychology*, 9(2, Pt.2), 1-27.
- Zheng, L., Plaisent, M., et Zuccaro, C. (2019). Introduction à la modélisation d'équations structurelles : AMOS dans la recherche en gestion. *Presses de l'Université du Québec*.
- Ziegler, T., Shneor, R., Wenzlaff, K., Suresh, K., Paes, F. F. de C., Mammadova, L., Wanga, C., Kekre, N., Mutinda, S., Wang, B., Closs, C. L., Zhang, B., Forbes, H., soki, erika, Alam, N., et Knaup, C. (2021). The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. *SSRN Electronic Journal*.

Zook, M. A. (2002). Grounded capital : Venture financing and the geography of the Internet industry, 1994–2000. *Journal of Economic Geography*, 2(2), 151-177.

ANNEXES

Annexe1. Les acteurs présents sur le marché du Crowdfunding en France



Annexe 2. Panorama des plateformes de crowdfunding (2021) en France

Panorama des plateformes de crowdfunding membres de l'association
Financement Participatif France



	DON/PRÉVENTE	DETTE (prêts, obligations, minibons)	INVESTISSEMENT (capital, royalties)
PLATEFORMES GÉNÉRALISTES			
Plateformes généralistes	 	 	
PLATEFORMES THÉMATIQUES			
Agriculture / Vin	 	 	
Collectivités	 	 	
Développement durable / EnR		 	
Immobilier		 	
Patrimoine			
Solidarité / ESS	 	 	
PLATEFORMES GÉOGRAPHIQUES			
Afrique		 	
Auvergne Rhône-Alpes			
Grand Ouest	 	 	
Normandie			
Nouvelle Aquitaine			
Outre-mer		 	

Membres de Financement Participatif France au 15/09/2021. Retrouvez les plateformes membres de FPF sur www.financeparticipative.org

Annexe 3. Définitions de quelques biais comportementaux extraits de Hens et Meier (2015)

Biais de confirmation

Le biais de confirmation fait référence au phénomène de recherche d'informations sélectives pour étayer ses propres opinions ou pour interpréter les faits d'une manière qui convient à notre propre vision du monde. Les investisseurs recherchent la confirmation de leurs hypothèses. Ils évitent les opinions et les rapports critiques, ne lisant que les articles qui mettent le point de vue sous un jour positif.

Biais d'ancrage

Lorsqu'ils prennent des décisions, les investisseurs ne se fient pas aux facteurs fondamentaux. Au contraire, ils ont tendance à fonder leur décision sur le prix auquel la position initiale ou la dernière position d'une action a été achetée. Ce prix d'achat est le point d'ancrage et provoque des décisions irrationnelles. Contrairement au coût d'acquisition, le nouveau prix semble bon marché à l'investisseur. L'ancrage influence les décisions individuelles sur la base du fait que les investisseurs ne réalisent pas comment l'information est présentée. Lorsqu'il s'agit de prendre des décisions, les gens semblent être influencés par des données aléatoires, même s'ils savent que les données n'ont aucune valeur informative ou sont scandaleusement élevées ou faibles.

Heuristique de disponibilité/d'attention

L'heuristique de disponibilité indique que des éléments tels que les produits et les entreprises qui sont plus fréquemment présents dans les médias seront retenus plus rapidement par les investisseurs lorsqu'ils recherchent un instrument d'investissement approprié. Les informations mauvaises ou difficilement accessibles ne sont (inconsciemment) pas prises en compte.

Biais de familiarité domestique ou biais géographique

Les statistiques montrent que la plupart des investisseurs ont tendance à acheter des actions d'entreprises de leur pays d'origine. Ces actions semblent plus dignes de confiance et les investisseurs ont grandi avec ces noms de sociétés. Ils sont également plus souvent mentionnés dans les médias locaux.

Aversion aux pertes

La plupart des investisseurs craignent les pertes plus qu'ils ne profitent des profits. Si ces investisseurs regardent trop souvent la performance de leurs actions, ils voient généralement qu'ils ont perdu de l'argent et revendent tout. Une vision à long terme serait préférable. Ils devraient vérifier leurs performances boursières moins souvent.

Comptabilité mentale

De nombreux investisseurs privés s'adonnent à la comptabilité mentale, c'est-à-dire qu'ils font dans leur tête des distinctions qui n'existent pas financièrement. Souvent, les pertes encourues sont considérées séparément des pertes sur papier. Cela signifie que les gens vendent les actions de leur portefeuille trop tôt lorsqu'ils réalisent un profit et trop tard lorsqu'ils réalisent une perte. Ainsi, la comptabilité mentale nous fait penser qu'un franc ne vaut pas un franc – une attitude dangereuse.

Effet de disposition

Les gains sont donc réalisés trop tôt et les pertes trop tard. Transformer un bénéfice sur papier en bénéfices réels nous rend heureux, tandis que nous hésitons à transformer une perte sur papier en une perte réelle. Une explication possible est la comptabilité mentale (voir ci-dessus).

Le sophisme du joueur

Ici, les probabilités effectives sont largement sous-estimées ou surestimées. Cela peut signifier que, sur la base de l'hypothèse (fausse) que les prix sont sur le point de baisser, nous vendons trop tôt et vice versa (hypothèse que les prix vont bientôt se redresser, même s'ils ne le font pas (encore)).

Le biais d'excès de confiance

Dans la plupart des cas, nous surestimons nos propres capacités et pensons que nous sommes au-dessus de la moyenne. Notamment, la plupart des experts se surestiment également – souvent à un degré plus élevé que les profanes. L'excès de confiance est souvent observé lorsque les marchés sont à la hausse.

Les investisseurs trop confiants surestiment leur capacité à évaluer une entreprise comme un investissement potentiel. En conséquence, ils peuvent devenir aveugles à toute information négative qui pourrait normalement indiquer un signe d'avertissement indiquant qu'un achat

d'actions ne devrait pas avoir lieu ou qu'une action déjà achetée devrait être vendue. (Pompian, 2012)

Biais de cadrage

Les décisions reposent en grande partie sur la façon dont les faits sont représentés en termes statistiques. Par exemple, nous ne pensons pas que « Quatre sur dix sont gagnants » et « Six sur dix sont perdants » signifient la même chose. La déclaration est identique, mais la plupart des gens ne s'en rendent pas compte.

Biais rétrospectif

L'affirmation « Je savais depuis le début que cela arriverait » montre que le recul est de 20/20 et que nous avons une explication à tout après coup. C'est ce qu'on appelle le biais rétrospectif, qui est un problème, car il nous empêche d'apprendre de nos erreurs.

Évitement des regrets

Si nous investissons dans un titre de premier ordre et qu'il ne fonctionne pas comme espéré, nous appelons cela de la malchance. Cependant, si nous investissons dans un produit de niche qui ne fonctionne pas bien, nous avons tendance à le regretter plus que l'échec du titre de premier ordre. C'est parce que beaucoup d'autres personnes ont fait la même erreur et donc notre décision de l'acheter ne semble pas si mauvaise.

Biais du perdant risquer

Une fois que nous avons perdu de l'argent, nous prenons un plus grand risque pour le rattraper. Le biais du perdant risquer peut nous amener à tout mettre dans le même panier et probablement perdre encore plus d'argent.

Biais de représentativité

Même après une brève période de rendements positifs sur les marchés financiers, on peut penser que le monde a changé pour le mieux. Les gens ont tendance à penser selon des schémas et des stéréotypes appris dans le passé. Ils arrivent à un résultat trop rapidement et basé sur des informations imprécises.

Annexe 4. Guide d'entretien étude qualitative

Guide d'entretien à destination des investisseurs particuliers

Je m'appelle Njayou Oyong Joseph. D, je suis doctorant au laboratoire Vallorem Orléans sous la direction du M. Onnée Stéphane, PU ; Mme Calmé Isabelle, MCF ; et M. Zoukhoua Éric-Alain, MCF.

Contexte et objectif de cet entretien : Dans le cadre de ma thèse, je mène une étude exploratoire sur le comportement des investisseurs particuliers présents sur le marché de l'Equity-crowdfunding. Pour y arriver, je recueille par des entretiens semi-directifs les expériences individuelles des investisseurs particuliers comme vous.

Déroulé de l'entretien : C'est un entretien qui sera orienté par différentes thématiques. La durée de l'entretien dépendra de votre disponibilité et des informations que vous souhaitez partager. Il n'existe aucune bonne ou mauvaise réponse. Nous cherchons à obtenir votre opinion la plus sincère. Les informations recueillies seront rendues anonymes et exploitées uniquement dans un cadre de ma recherche.

Accord : Êtes-vous d'accord pour que je puisse enregistrer cet entretien ?

Avez-vous des questions ?

Partie 1 : Connaissance et compétences de l'investisseur ?

A. Profil de l'investisseur

(Cette section de l'entretien vise à établir le profil de l'investisseur et les différents investissements qu'il a déjà réalisés)

N° Questions

- | | |
|---|--|
| 1 | Pouvez-vous vous présenter ? |
| 2 | Qu'est-ce qui vous a amené à vous intéresser à l'ECF ? |
| 3 | Pouvez-vous nous donner en nombre et en valeur les investissements déjà réalisés ? |

B. Les compétences de l'investisseur

(Cette section de l'entretien vise à mieux connaître les compétences et la confiance que détient l'investisseur pour juger de la qualité d'un projet)

- | | | |
|---|---|---|
| 4 | a | Quel regard portez-vous sur vos capacités et qualités d'investisseur (points forts, points faibles) ? |
| | b | Comment votre profession vous aide-t-elle à mieux investir ? |
| | c | De quelles connaissances supplémentaires avez-vous besoin pour mieux investir ? |
| 5 | Dans quel état d'esprit êtes-vous quand vous entamez un processus d'investissement ? | |
| 6 | a | Depuis votre premier investissement sur le marché de l'ECF avez-vous le sentiment d'avoir gagné en expérience ? |
| | b | Qu'est-ce qui vous conforte dans ce jugement ? |
| 7 | a | Quelle personne physique ou morale sollicitez-vous avant d'investir ? |
| | b | Si non, pourquoi n'en sollicitez-vous pas ? |
| 8 | Pouvez-vous nous relater l'une de vos expériences les plus parlantes ou enrichissantes sur le marché de l'ECF ? | |

Partie 2 : La recherche d'informations

(Cette section de l'entretien vise à déterminer la manière dont les investisseurs mènent la recherche d'informations sur le projet cible)

- | | | |
|----|---|--|
| 9 | Très précisément comment menez-vous les recherches sur l'entreprise sur laquelle vous souhaitez investir (vos sources d'informations) ? | |
| 10 | Quelles sont les informations qui vous semblent importantes lorsque vous investissez ? | |
| 11 | a | Les informations généralement publiées sur votre plateforme concernant les projets vous semblent-elles suffisantes pour votre prise de décision, et pourquoi ? |

	b	Qu'auriez-vous aimé avoir comme informations supplémentaires sur les plateformes ?
12		Quelle considération portez-vous aux commentaires des autres investisseurs ?
13		Combien de temps prenez-vous en moyenne pour appréhender les contours d'un projet et pour vous décider à investir ?
Partie 3 : Évaluation et choix des projets		
<i>(Cette section de l'entretien vise à établir les stratégies que peuvent adopter les investisseurs sur le marché de l'ECF et les objectifs qu'ils espèrent atteindre)</i>		
14		Qu'est-ce qui guide vos investissements ?
15		Sur la base de quels éléments évaluez-vous les projets ?
16		Est-ce que vous prenez en compte la fiscalité attachée l'ECF quand vous investissez, et pourquoi ?
17		Comment déterminez-vous le montant à investir sur un projet ?
	a	Avez-vous un budget défini à l'avance ?
	b	Avez-vous des plafonds d'investissement que vous ne dépassez pas par projet ?
18		Avez-vous des secteurs d'investissement préférentiels, et pourquoi ces secteurs ?
19		Quelles sont vos zones géographiques préférentielles lorsque vous investissez en ECF entendu région ou pays, et pourquoi ces choix ?
Partie 4 : Relations avec les autres investisseurs et signaux d'investissement		
<i>(Cette section de l'entretien vise à déterminer les relations qu'entretiennent les investisseurs avec le marché et les signaux auxquels ils répondent)</i>		
20		Il y a-t-il des signaux ou des tendances que vous attendez de voir avant d'investir ?
21		Un projet en passe d'être financé est-il un signal pour vous, et pourquoi ?
22		Prenez-vous le temps d'observer les actions des autres investisseurs, et pourquoi ?
23		Êtes-vous pour ou contre la jauge qui montre l'évolution des fonds collectés, et pourquoi ?
24		Échangez-vous avec d'autres investisseurs sur des projets dans l'espace commentaire ou en-dehors et dans quel but ?
25		Quel jugement portez-vous sur l'expertise des plateformes et de leurs choix de projets ?
26		Pensez-vous que votre plateforme d'ECF influence vos décisions d'investissement d'une manière ou d'une autre, si oui, comment ?
Partie 5 : Risques pris par l'investisseur		
<i>(Cette section de l'entretien vise à établir la perception des risques sur le marché de l'ECF par les investisseurs particuliers)</i>		
27	a	Pouvez-vous nous décrire la manière dont vous percevez les risques auxquels vous êtes exposés sur le marché de l'ECF ?
	b	Vous sentez-vous protégés contre ces risques ?
28		Pour vous ces risques sont-ils les mêmes pour tous les projets de ECF, ou sont-ils différents selon les projets ?
29		Comment faites-vous pour vous protéger contre ces risques ?
30	a	Quel regard portez-vous sur ce mode d'investissement qu'est l'ECF ?
	b	Allez-vous continuer à investir dans l'ECF ?
		Comment selon vous, ce mode d'investissement va évoluer ?
31		Pouvez-vous nous décrire votre comportement face aux risques liés à l'investissement en ECF ?
32		Diriez-vous que votre plateforme d'ECF influence d'une quelconque façon votre perception et votre prise de risque en ECF ? Si oui, de quelle manière ?

Annexe 5. Questionnaire étude quantitative

COMPOTEMENT DE L'INVESTISSEUR PARTICULIER SUR LE MARCHÉ DE L'EQUITY CROWDFUNDING

*Notre étude a pour objectif de comprendre et de mettre en évidence les comportements qui soutiennent les décisions d'investissement sur le marché du **financement participatif par capital** encore appelé **Equity-crowdfunding**.*

*L'**Equity crowdfunding** permet aux jeunes entreprises ayant besoin de lever des capitaux, de solliciter l'épargne des particuliers via des plateformes de financement sur internet.*

Dans cette étude, nous cherchons à déterminer quels sont les facteurs cognitifs qui entrent en jeu dans la prise de décision financière chez les investisseurs particuliers présents sur les plateformes d'Equity crowdfunding.

*A la suite des affirmations qui vous seront présentées sur une échelle de **7 points allant de "pas du tout d'accord à tout à fait d'accord"**, vous donnerez votre degré d'approbation en ce qui vous concerne. Il n'y a aucune bonne ou mauvaise réponse. Le but étant que vous nous donniez votre ressenti de la manière la plus sincère.*

Aucune information confidentielle ne vous sera demandé. Vos réponses ne serviront que le cadre de cette recherche doctorale. Nous vous prions d'aller au bout de ce questionnaire pour qu'il soit valide.

Merci d'avance pour votre contribution.

**Equity-crowdfunding = financement participatif par capital*



Avez-vous déjà investi sur une plateforme de financement participatif en capital encore appelée Equity crowdfunding que ce soit en actions, en obligations ou en mini-bons ?

- ☐ OUI
 - ☐ NON
-

Vos compétences d'investisseur.

Vous répondrez aux affirmations suivantes en prenant en compte la perception que vous avez de vous lorsqu'il s'agit d'investir en Equity crowdfunding.

Quel regard portez-vous sur vos compétences?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
J'ai confiance en ma capacité à soutenir des campagnes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je suis confiant en ma capacité à contribuer aux campagnes via les plateformes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'ai l'expertise nécessaire pour contribuer à des campagnes en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je suis confiant dans ma capacité à naviguer et à utiliser les plateformes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je suis confiant quant à ma capacité à choisir des projets viables en Equity crowdfunding	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'accorde plus de confiance à mes opinions d'investissement qu'à ceux des autres (amis, collègues, familles, conseillers).	☐	☐	☐	☐	☐	☐

L'utilité des autres investisseurs dans vos décisions.

Il s'agit ici de déterminer ce que vous apportent les autres investisseurs dans les campagnes d'investissement.

Quelle est l'utilité des autres investisseurs dans vos décisions?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
Je donne de l'argent à un projet dans lequel beaucoup d'autres ont déjà investi.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je suis les autres pour décider de contribuer ou non à un projet.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'investirais dans un projet car de nombreux autres bailleurs de fonds y ont déjà contribué.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Lorsque je veux investir en Equity-crowdfunding, je prends en compte la dynamique de la campagne de financement.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Lorsque je veux investir en Equity-crowdfunding, je prends en compte les informations apportées par les autres investisseurs.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Lorsque je veux investir en Equity-crowdfunding, je prends en compte les avis des autres investisseurs sur la qualité des projets.	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Choix d'investissement

Nous aimerions savoir quelles sont les motivations qui peuvent vous pousser à contribuer à un projet.

Quelles sont les motivations de vos choix d'investissement?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
Je soutiendrais des projets que j'aimerais voir devenir réalité.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je soutiendrais des projets dont les causes sont liées à des croyances personnelles.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je soutiendrais des projets dans lesquels j'ai une relation personnelle avec les promoteurs: famille, amis ou connaissances.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je soutiendrais des projets dans lesquels j'ai une relation professionnelle avec les promoteurs: Collègues, clients, vendeurs...	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je soutiendrais des projets qui sont proches de moi géographiquement (quartier, ville, région, pays).	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Disposition à faire confiance

La confiance que vous accordez aux gens que vous côtoyez au quotidien.

En générale quelle est votre disposition à faire confiance aux autres?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
Je fais généralement confiance aux autres.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'ai généralement foi en l'humanité.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je pense que les gens sont généralement fiables.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je fais généralement confiance aux autres à moins qu'ils ne me donnent des raisons de ne pas le faire.	☐	☐	☐	☐	☐	☐

La confiance que vous portez en l'Equity crowdfunding

La confiance que vous accordez aux plateformes d'Equity crowdfunding et aux projets qui y sont proposés

Quel degré de confiance portez-vous en l'Equity crowdfunding ?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
L'investissement en Equity crowdfunding est digne de confiance.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
L'investissement en Equity crowdfunding me donne l'impression qu'il tient ses promesses et ses engagements.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je crois que l'Equity crowdfunding est un moyen d'investissement qui agit au mieux de mes intérêts.	☐	☐	☐	☐	☐	☐

L'intention d'investissement

Nous aimerions savoir si l'Equity crowdfunding est un mode d'investissement dans lequel vous continuerez à investir dans l'avenir.

Quelles sont vos intentions d'investissement en Equity crowdfunding dans un avenir proche?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
Si l'occasion se présente, j'ai l'intention de contribuer financièrement aux campagnes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Il est probable que je contribue financièrement à des campagnes d'investissement en Equity crowdfunding dans un proche avenir.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'ai l'intention de contribuer financièrement à des campagnes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'ai activement l'intention de contribuer financièrement aux campagnes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Si l'occasion se présente, je prévois que je contribuerai financièrement à des campagnes d'investissement en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Profil du répondant

Vous êtes?

- ☐ Une femme
☐ Un homme

Sur quelle (s) plateforme (s) de financement participatif par capital avez-vous le plus investi? *(3 choix maximum)

- ☐ ANAXAGO
☐ BALTIS CAPITAL
☐ EDULIS CAPITAL
☐ ENERFIP
☐ FINPLE
☐ GWENNNEG
☐ HAPPY CAPITAL
☐ INCITFINANCEMENT
☐ KIOSK TO INVEST
☐ LITA CO
☐ LUMO
☐ TUDIGO
☐ PROXIMEA
☐ TRIBUTILE
☐ WEDOGOOD
☐ WINEFUNDING
☐ WISEED
☐ SOWEFUND
☐ AUTRE

Votre familiarité à l'investissement

Vous répondrez aux affirmations suivantes en prenant en compte vos expériences liées aux divers placements ou investissements déjà effectués dans votre vie.

Investir est-il un acte familier pour vous (actions, obligations, immobilier, OPCVM, cryptomonnaies)?

	Pas du tout d'accord	Pas d'accord	Plutôt pas d'accord	Indifférent	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
En générale je suis familier avec les investissements.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Je suis familier avec la réalisation d'investissements en ligne.	☐	☐	☐	☐	☐	☐
J'ai connaissance du processus d'investissement des projets en Equity crowdfunding.	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Quel est votre niveau académique?

- ☐ CAP, BEP
☐ Baccalauréat
☐ DEUG, BTS, DUT, DEUST
☐ Licence, licence professionnelle
☐ Maîtrise, master 1
☐ Master, diplôme d'études approfondies, diplôme d'études supérieures spécialisées, diplôme d'ingénieur
☐ Doctorat, habilitation à diriger des recherches
☐ Sportif ou Artiste
☐ Autre

Quel est votre qualification métier?

- ☐ Agriculteurs exploitants
☐ Salariés de l'agriculture
☐ Patrons de l'industrie et du commerce
☐ Professions libérales et cadres supérieurs
☐ Cadres moyens
☐ Employés
☐ Ouvriers
☐ Personnels de services
☐ Étudiants
☐ Autre:

Quelle est votre tranche d'âge?

- ☐ Moins de 20 ans
☐ 20 ans à 25 ans
☐ 26 ans à 35 ans
☐ 36 ans à 40 ans
☐ 41 ans à 50 ans
☐ 51 ans à 60 ans
☐ Plus de 60 ans

Quel montant approximatif cumulé avez vous déjà investi sur vos différentes plateformes d'Equity-crowdfunding?

- ☐ moins de 1 000 €
☐ 1 001€ à 5 000€
☐ 5 001€ à 10 000€
☐ 1 0001€ à 20 000€
☐ 20 001€ à 50 000€
☐ 50 001€ à 100 000€
☐ Plus de 100 001€

Annexe 6. Résultats du modèle ajusté

Les images ci-dessous sont les captures d'écran du logiciel d'équations structurelles IBM AMOS 21. Elles représentent les résultats de notre modèle finale ajusté.

Annexe Figure 1 : indices de mesures absolus, incrémentaux et de parcimonie,

Model Fit Summary

CMIN

Model	NPAR	CMIN	DF	P	CMIN/DF
Default model	49	278,113	141	,000	1,972
Saturated model	190	,000	0		
Independence model	19	3465,586	171	,000	20,267

RMR, GFI

Model	RMR	GFI	AGFI	PGFI
Default model	,113	,901	,867	,669
Saturated model	,000	1,000		
Independence model	,514	,329	,255	,296

Baseline Comparisons

Model	NFI Delta1	RFI rho1	IFI Delta2	TLI rho2	CFI
Default model	,920	,903	,959	,950	,958
Saturated model	1,000		1,000		1,000
Independence model	,000	,000	,000	,000	,000

Parsimony-Adjusted Measures

Model	PRATIO	PNFI	PCFI
Default model	,825	,758	,790
Saturated model	,000	,000	,000
Independence model	1,000	,000	,000

NCP

Model	NCP	LO 90	HI 90
Default model	137,113	93,561	188,456
Saturated model	,000	,000	,000
Independence model	3294,586	3106,914	3489,570

FMIN

Model	FMIN	F0	LO 90	HI 90
Default model	1,049	,517	,353	,711
Saturated model	,000	,000	,000	,000
Independence model	13,078	12,432	11,724	13,168

RMSEA

Model	RMSEA	LO 90	HI 90	PCLOSE
Default model	,061	,050	,071	,049
Independence model	,270	,262	,278	,000

AIC

Model	AIC	BCC	BIC	CAIC
Default model	376,113	384,113	551,704	600,704
Saturated model	380,000	411,020	1060,864	1250,864
Independence model	3503,586	3506,688	3571,673	3590,673

ECVI

Model	ECVI	LO 90	HI 90	MECVI
Default model	1,419	1,255	1,613	1,449
Saturated model	1,434	1,434	1,434	1,551
Independence model	13,221	12,513	13,957	13,233

HOELTER

Model	HOELTER .05	HOELTER .01
Default model	162	175
Independence model	16	17

Annexe 7. Figure 2 : scores des régressions des hypothèses et des variables de notre modèle réajusté

Les p-values sont significatives lorsque :

$$p \leq 0,001 = *** \mid 0,001 \leq p \leq 0,01 = ** \mid 0,01 \leq p \leq 0,05 = *$$

Estimates (Group number 1 - Default model)

Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
excès_de_confiance	<--- familiarité_à_linvestissement	,307	,059	5,217	***	
confiance_des_investisseurs_en_ECF	<--- excès_de_confiance	,230	,049	4,669	***	
confiance_des_investisseurs_en_ECF	<--- disposition_à_faire_confiance	,207	,053	3,927	***	
intention_dinvestissement	<--- familiarité_à_linvestissement	,349	,052	6,668	***	
intention_dinvestissement	<--- confiance_des_investisseurs_en_ECF	,576	,097	5,941	***	
EXC1	<--- excès_de_confiance	1,000				
EXC2	<--- excès_de_confiance	,895	,058	15,548	***	
EXC3	<--- excès_de_confiance	,823	,077	10,698	***	
EXC5	<--- excès_de_confiance	,591	,066	8,900	***	
DISP1	<--- disposition_à_faire_confiance	1,000				
DISP2	<--- disposition_à_faire_confiance	1,284	,112	11,428	***	
DISP3	<--- disposition_à_faire_confiance	1,178	,101	11,694	***	
DISP4	<--- disposition_à_faire_confiance	1,036	,080	12,978	***	
CONIV1	<--- confiance_des_investisseurs_en_ECF	1,000				
CONIV3	<--- confiance_des_investisseurs_en_ECF	1,258	,136	9,284	***	
FAM3	<--- familiarité_à_linvestissement	,971	,106	9,182	***	
FAM2	<--- familiarité_à_linvestissement	1,000				
FAM1	<--- familiarité_à_linvestissement	1,062	,047	22,783	***	
INTE5	<--- intention_dinvestissement	1,000				
INTE4	<--- intention_dinvestissement	1,242	,071	17,478	***	
INTE3	<--- intention_dinvestissement	1,303	,074	17,667	***	
INTE2	<--- intention_dinvestissement	1,103	,071	15,546	***	
INTE1	<--- intention_dinvestissement	1,134	,067	16,850	***	
CONIV2	<--- confiance_des_investisseurs_en_ECF	1,366	,142	9,612	***	

Annexe 8. Figure 3 : covariances et corrélations de la part d'erreurs observés dans les variables du modèle réajusté

Ces résultats sont relatifs aux arcs de cercle qui relient les erreurs observés de nos variables.
Les p-values sont significatives lorsque :

$P \leq 0,001 = ***$ | $0,001 \leq P \leq 0,01 = **$ | $0,01 \leq P \leq 0,05 = *$

Covariances: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
e18 <--> e19	,142	,034	4,214	***	
e18 <--> e20	,123	,033	3,718	***	
e17 <--> e18	,181	,037	4,899	***	
e5 <--> e8	,221	,071	3,117	,002	
e3 <--> e4	,317	,066	4,791	***	
e15 <--> e16	,792	,155	5,108	***	

Correlations: (Group number 1 - Default model)

	Estimate
e18 <--> e19	,406
e18 <--> e20	,247
e17 <--> e18	,317
e5 <--> e8	,284
e3 <--> e4	,335
e15 <--> e16	,727

NJAYOU OYONG JOSEPH-DENIS

ÉTUDES DES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DU FINANCEMENT
PARTICIPATIF PAR CAPITAL : UNE APPROCHE PAR LA FINANCE COMPORTEMENTALE

Résumé

Objectif : Notre thèse a pour objectif de mettre en évidence les facteurs comportementaux (cognitifs et affectifs) et informationnels qui affectent l'intention d'investissement chez les investisseurs particuliers présents sur le marché du financement participatif par capital. **Méthodologie :** cette thèse est divisée en deux grandes parties. Dans la première partie, nous menons une revue de littérature sur le financement participatif et la finance comportementale. Puis, deux études exploratoires à visée interprétative sont faites pour approfondir le sujet. Une première étude est menée avec des entretiens semi-directifs auprès de 17 investisseurs particuliers. Une deuxième étude est réalisée sur la base de l'exploitation de 4 080 témoignages extraits d'un site de financement participatif par capital. La deuxième partie de la thèse est à visée confirmatoire avec une démarche hypothético-déductive. Elle vient confirmer certains résultats de l'étude exploratoire. Dans cette partie, une troisième étude est menée auprès de 266 investisseurs particuliers présents sur le marché du financement participatif par capital. Les données sont traitées par des équations structurelles à partir du logiciel SPSS & AMOS IBM21. **Résultats :** les résultats de nos études font émerger la confiance chez les investisseurs particuliers comme une variable qui contribue à l'intention d'investissement. Elle permet de réduire la complexité et l'incertitude dans les relations. Elle se bâtit à la fois sur l'expérience avec les autres, sur le fait que les plateformes de financement sont crédibles, et elle est tributaire du comportement psychologique des investisseurs. Cette confiance est affectée positivement par des facteurs cognitifs comme le biais d'excès de confiance, la familiarité à l'investissement, la disposition à faire confiance. Enfin, le biais de suivisme et le biais d'affinité ont également été mis en étude. Bien que ces deux derniers soient présents chez les investisseurs particuliers, ils n'ont pas concordé avec notre modèle.

Mots clés : *Financement participatif par capital, finance comportementale, biais comportementaux, crowdfunders.*

STUDIES OF INVESTMENT DECISIONS IN THE EQUITY CROWDFUNDING MARKET:
A BEHAVIORAL FINANCE APPROACH

Abstract

Objective : Our thesis aims to highlight the behavioral (cognitive and affective) and informational factors that affect the investment intention of retail investors present in the equity crowdfunding market. **Methodology:** this thesis is divided into two main parts. In the first, we conducted a literature review on crowdfunding and behavioral finance. Then, two exploratory interpretive studies are done to further the subject. In the first study, 17 retail investors were surveyed by the way of semi-leading interviews. The second study is carried out on the basis of the exploitation of 4,080 testimonies extracted from a crowdfunding site by capital. The second part of the thesis has a confirmatory purpose with a hypothetical-deductive approach. It confirms some of the results of the exploratory study. In this section, a third study is conducted with 266 retail investors in the equity financing market. The data are processed by structural equations from IBM21 SPSS & AMOS software. **Results:** the results of our studies show confidence among retail investors as a variable that contributes to the investment intent. It reduces complexity and uncertainty in relationships. It is based on experience with others, on the fact that funding platforms are credible, and it is dependent on the psychological behavior of investors. This confidence is positively affected by cognitive factors such as the confidence bias, familiarity with investment, willingness to trust. Finally, the follow-up bias and affinity bias were also investigated. Although the latter two are present in retail investors, they have not matched our model.

Keywords : *Equity crowdfunding, behavioral finance, bahavioral biases, crowdfunders.*