

Equity-Crowdfunding : rôle, caractéristiques, et enjeux de l'accès à des financements complémentaires

Stéphane Koffel

▶ **To cite this version:**

Stéphane Koffel. Equity-Crowdfunding : rôle, caractéristiques, et enjeux de l'accès à des financements complémentaires. Gestion et management. Université de Lorraine, 2021. Français. NNT : 2021LORR0192 . tel-03586788

HAL Id: tel-03586788

https://hal.univ-lorraine.fr/tel-03586788

Submitted on 24 Feb 2022

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

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

UNIVERSITÉ DE LORRAINE

AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur. Ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite encourt une poursuite pénale.

Contact : ddoc-theses-contact@univ-lorraine.fr

LIENS

Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 122. 4
Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 335.2- L 335.10
http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg_droi.php
http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm

Soutenance de thèse

Pour l'obtention du titre de

DOCTEUR de l'UNIVERSITE DE LORRAINE

En Sciences de Gestion – Finance

Unité de recherche : Centre Européen de Recherche en Economie Financière et en Gestion des Entreprises (CEREFIGE)

Présentée et soutenue par

Stéphane KOFFEL

Le 10 novembre 2021

Equity-Crowdfunding : Rôle, caractéristiques, et enjeux de l'accès à des financements complémentaires

Jury

Président	: Catherine DEFFAINS- CRAPSKY	Professeure des Universités, Université d'Angers, GRANEM
Rapporteur	: Véronique BESSIERE	Professeure des Universités, Université de Montpellier, MRM
Rapporteur	: Fabrice HERVE	Professeur des Universités, Université de Bourgogne, CREGO
Examinateur	: Emmanuelle DUBOCAGE	Professeure des Universités, Université de Paris-Est Créteil, IRG
Directrice de thèse	: Anne STEVENOT	Professeure des Universités, Université de Lorraine, CEREFIGE
Co-Directeur de these	: Jean-Noël ORY	Professeur des Universités, Université de Lorraine, CEREFIGE

« L'Université n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions émises dans cette thèse. Celles-ci n'engagent que leur auteur. »

Résumé

Nous analysons le rôle, les caractéristiques, et les enjeux de l'Equity-Crowdfunding quant à sa capacité à permettre aux entreprises financées par ce biais d'obtenir des financements lors de prochaines levées de fonds.

Ce nouveau mode de financement des jeunes entreprises en phase de démarrage permet à un large public, à travers l'inscription sur une plateforme internet dédiée, de financer des projets entrepreneuriaux divers en contrepartie d'une part du capital de l'entreprise financée. Le caractère récent de ce nouveau mode de financement, impliquant une multitude d'acteurs dans le processus de financement, soulèvent de nombreuses interrogations.

L'objet de ce travail doctoral est d'analyser les différentes composantes de l'Equity-Crowfunding susceptibles de favoriser l'obtention de financements ultérieurs.

En nous inscrivant d'une part dans le cadre de la théorie de l'agence, et d'autre part dans celui de la dépendance aux ressources, ainsi que ceux du signal et de la légitimité, nous cherchons à identifier la manière dont ce nouvel acteur « *Seed Capital* » peut jouer pleinement son rôle au sein de la chaîne de financement des jeunes entreprises, à savoir contribuer à sa croissance tout en maintenant des objectifs de rentabilité de l'investissement.

A travers une revue détaillée du financement des jeunes entreprises en phase de démarrage et des caractéristiques principales de l'Equity-Crowdfunding, puis par la mise en œuvre de trois études, mobilisant différentes théories ainsi que des méthodologies quantitatives et qualitatives variées, nous mettons en évidence plusieurs éléments permettant d'attester d'une certaine efficacité de l'Equity-Crowdfunding à contribuer au financement de nouvelles levées de fonds.

Cependant, nous attirons également l'attention sur les faiblesses qui peuvent émaner du processus de financement par Equity-Crowdfunding, et en particulier sur le rôle de la plateforme d'Equity-Crowdfunding, pouvant être vue comme un intermédiaire financier entre le dirigeant (généralement fondateur) et une multitude d'actionnaires. En effet, une certaine méfiance semble émaner de la part d'investisseurs potentiels lors de nouvelles levées de fonds, soulevant la question de la capacité de ce nouveau mode de financement à devenir un acteur majeur du soutien au développement des jeunes entreprises.

Abstract

We analyse role, features, and issues concerning Equity-Crowdfunding, as for is ability to allow companies funded by this mean to obtain further finance.

This new funding actor for startups allows a wide audience, through a subscription on an dedicated internet platform, to finance various entrepreneurial projects, in exchange of a share in equity. The recentness of this new form of funding gives rise to several questions.

The aim of this thesis is to analyse the main elements of Equity-Crowdfunding that are likely to foster further finance.

By being in line with the agency theory on one hand, and with the dependency theory, as well as signal and legitimacy theory on the other hand, we seek to identify the way this new actor of "S*eed capital*" can fully contribute to the funding chain, meaning helping the growth of the company and maintaining the profitability of investment at the same time.

Through a detailed review about the history, the development, and the role played by Equity-Crowdfunding, regarding its position in the funding chain, and the extent of its contributions to mitigate issues inherent to startup finance, we decided to conduct three essays. Thus, by gathering different theories and mixing qualitative and quantitative methodologies to answer our question, we highlight several elements allowing us to attest Equity-Crowdfunding abilities to help gaining further finances.

However, we draw attention on the weaknesses of the Equity-Crowdfunding funding process, especially regarding the role of the platform, which can be viewed as an intermediary between manager (and generally founder) of the project funded and multiple shareholders. A sort of mistrust has emerged from potential investors regarding later stages of funding, questioning the potential of this new funding actor to become a major stakeholder in the startup funding process.

Remerciements

Ce manuscrit et sa soutenance représentent l'aboutissement de plusieurs années de travail doctoral.

Et, comme le disait un grand sage « une bonne thèse est une thèse soutenue ».

Et ce travail n'aurait pu aboutir sans le concours de nombreuses personnes, que je souhaite remercier.

Une thèse ne peut se faire qu'à partir du moment où l'on a un directeur. J'en ai eu deux. De ce fait, mes premières pensées vont aux Professeurs Stévenot et Ory. Je ne saurais pas exprimer avec des mots justes ma reconnaissance envers eux, tant ils ont été présents, bienveillants, à l'écoute, et bien plus encore…pour moi, tout au long de ce parcours. Ils le savent néanmoins.

Une thèse ne peut également se faire sans le soutien des institutions. Il y en a deux pour un doctorant. Son laboratoire, et son Ecole Doctorale.

De ce fait, je tiens à remercier le CEREFIGE, et en cela sa direction, à savoir les Professeurs Hermann et Grasser, ainsi que l'équipe administrative, Vincent Braun et Laurence Contois.

Concernant l'Ecole Doctorale, je souhaite remercier également la direction (Les professeurs Ory – de nouveau – et Sohnle) de même que le support administratif, à savoir Sandrine Cecchi et Juliette Marchal.

Mais lors d'une thèse, le doctorant doit également assurer des cours et potentiellement participer à divers évènements. Pour ce volet, je ne peux que dire là encore merci. Merci à l'ensemble des Professeurs et Maitres de Conférence que j'ai pu croiser, qui m'ont encouragé, soutenu, conseillé, que ce soit dans les charges d'enseignements qui m'incombaient, ou dans les colloques ou diverses manifestations auxquelles j'ai participé.

Ma dernière pensée, et non des moindres, va à mes proches, sans qui ce travail doctoral n'aurait pu aboutir. A ce titre, je tiens à remercier d'une part l'ensemble des doctorants (pour certains ex-doctorants) pour l'ambiance qui a existé lors de ces années de doctorat, et d'autre part, pour la famille et les amis, qui, à l'instar de mes directeurs de thèse, ont su me motiver tout au long de cette aventure. Vous êtes trop nombreux, et il n'est pas utile d'imprimer des pages supplémentaires pour vous prouver ma reconnaissance.

Enfin, j’adresse ces dernières lignes, dans un ton plus solennel, pour remercier le jury de cette thèse. C’est un grand honneur que vous me faites que de juger mon travail, et pour avoir accepté cela, je vous en remercie.

A Julien, mon grand-père.

Table des matières

Résumé 3

Abstract 4

Remerciements 5

Index des tableaux 12

Index des schémas 13

Index des figures 14

Introduction 15

Chapitre 1. Etat de l'art sur le Crowdfunding : Histoire, fonctionnement et rôle de l'Equity-Crowdfunding 34

1. Crowdfunding : histoire, formes, étendue de phénomène et réglementations 34

1.1. Bref historique de l'émergence du Crowdfunding sous sa forme actuelle 34

1.2. Les différentes formes de Crowdfunding 38

1.2.1. Le financement par don sans contrepartie : « Donation Based-Crowdfunding » 38

1.2.2. Le financement de projet par don avec contrepartie : le « Reward-Based Crowdfunding » 41

1.2.3. Le financement de projet par prêt : le « Crowdlending » 46

1.3. Le marché du Crowdfunding 47

1.3.1. Le marché du Crowdfunding dans le monde 47

1.3.2. Le marché du Crowdfunding en France 48

1.4. Les réglementations actuelles en matière de Crowdfunding 48

2. L'Equity-Crowdfunding : nouvel acteur du « seed capital » 50

2.1. Place de l'Equity-Crowdfunding dans la chaîne de financement des entreprises 50

2.2. Le financement des entreprises en phase de démarrage : une décision d'investissement risquée 52

2.2.1. Origines du risque : asymétrie d'information et connaissance 52

2.2.2. Conséquences de l'asymétrie d'information : les risques d'agence 54

2.2.3. Les mécanismes de réduction des risques 55

2.3. Mécanismes de réduction des risques de financement d'une entreprise en phase de démarrage : les spécificités de l'ECF 58

2.3.1. Déroulement d'une levée de fonds en ECF 58

2.3.2. Identification des mécanismes de réduction de l'incertitude 60

2.4. La réduction du risque lors de la campagne de financement : facteurs de succès d'une levée de fonds en ECF 60

2.4.1. L'étape de sélection et d'évaluation des projets 60

2.4.2. L'étape de levée de fonds 64

2.4.3. L'étape de suivi des projets 67

2.5. Enjeux des mécanismes de réduction de l'incertitude : la création de valeur en ECF. 70

Chapitre 2. Projets financés par Equity-Crowdfunding : les déterminants de l'accès à des financements complémentaires 73

1 Introduction 74

2 Revue de la littérature et élaboration du modèle de recherche 75

2.1. L'ECF et les autres formes de financements des start-ups 75

2.1.1. Les financements par fonds propres 75

2.1.2. Financement par endettement 77

2.2. La mobilisation de la foule 77

2.3. Les mécanismes d'accès au financement des start-ups 80

2.4. Les leviers de l'obtention de financements complémentaires 83

3 Méthodologie et résultats 87

3.1. Méthodologie 87

3.1.1. La construction d'une base de données 87

3.1.2. Collecte de données manquantes : élaboration d'un questionnaire 88

3.2. Résultats 89

3.2.1. Statistiques descriptives 89

3.2.2. Les déterminants l'accès à des financements complémentaires 91
3.2.2.1 L'obtention de financement complémentaire par BA 93
3.2.2.2 L'obtention de financement complémentaire par CI 94
3.2.2.3 L'obtention de financement complémentaire par prêt bancaire 95
3.2.3. Synthèse des résultats 96
4 Discussion 96
5 Conclusion 99
Chapitre 3. Performance des entreprises financées par Equity-Crowdfunding 100
1 Introduction 101
2 Revue de littérature et modèle de recherche 103
2.1. Caractéristiques du financement des entreprises par Equity-Crowdfunding et par Business Angels 103
2.1.1. Le processus de financement 103
2.1.2. Motivations à l'investissement des BA et des contributeurs à l'ECF 105
2.2. Les leviers de la création de valeur des entreprises financées par ECF 106
2.2.1. Les leviers de gouvernance en soutien de la création de valeur dans l'ECF 106
2.2.2. Le rôle de la foule dans le processus de création de valeur 108
2.3. Financement par Equity-Crowdfunding et impact sur la performance des entreprises 110
3 Méthodologie 111
3.1. Source des données et variables utilisées 111
3.2. L'analyse par la méthode d'appariement par les scores de propensions 113
3.3. Présentation des caractéristiques de l'échantillon 115
4 Résultats 116
4.1. Performance comparée des entreprises financées par BA et par ECF 116
4.2. Effet du financement par ECF sur la performance d'une entreprise 117
5 Conclusion 120

Chapitre 4. Déterminants de la perception du rôle des plateformes d'Equity Crowdfunding : étude exploratoire et propositions de recherche 121

1 Introduction 122

2 Rôle des plateformes d'Equity-Crowdfunding : considérations théoriques 125

2.1. Sélection et évaluation des projets par la plateforme 125

2.2. Le suivi des projets financés : des leviers de contrôle limités 128

3 Perception du rôle de la plateforme d'ECF : méthodologie d'une démarche de recherche abductive 132

4 Confiance, réputation, légitimité des plateformes d'ECF : résultats et propositions théoriques 134

4.1. Le processus de sélection des dossiers : la nécessité de divulguer de l'information . 134

4.2. Le processus d'évaluation des dossiers par la plateforme : compétences et réseaux de la plateforme au centre des enjeux de réputation 136

4.3. Le suivi de la participation : Le co-investissement comme seul garant 138

5 Discussion 141

6 Conclusion 143

Chapitre 5. Conclusion générale de la thèse 148

1 Synthèse des résultats des recherches 148

2 Apports de la thèse 151

2.1. Apports théoriques de la thèse 152

2.1.1. La théorie de l'agence et ses limites 152

2.1.2. L'apport des théories du signal et de la légitimité 155

2.1.3. L'enjeu du financement par ECF : la théorie de la dépendance aux ressources et le « *finance escalator* » 156

2.2. Apports managériaux de la thèse 158

2.3. Apports méthodologiques de la thèse 159

3 Limites de la thèse et perspectives de recherche 160

Bibliographie 163

Index des tableaux

Tableau 1 : Dates clés de l'évolution du Crowdfunding..... 37

Tableau 2: Matrice Canvas d'une plateforme de « Donation-Based Crowdfunding »..... 40

Tableau 3: Matrice Canvas d'une plateforme de "Reward-Based Crowdfunding" 45

Tableau 4: Les différents acteurs du financement d'une entreprise..... 51

Tableau 5 : Caractéristiques des CI, BA et acteurs de l'ECF 79

Tableau 6 : Résultats des questionnaires concernant l'obtention de financement complémentaire par BA, CI et financement bancaire à l'issue d'une campagne d'ECF 89

Tableau 7 : Définition des variables utilisées dans les régressions logistiques 91

Tableau 8 : Résultats de la régression logistique dans le cadre des financements par BA 93

Tableau 9 : Résultats de la régression logistique dans le cadre des financements par prêt bancaire 95

Tableau 10 : Synthèse des résultats..... 96

Tableau 11 : Variables utilisées 113

Tableau 12 : Statistiques descriptives 115

Tableau 13 : Performance des entreprises financées par ECF et BA : résultats des comparaisons de moyenne 116

Tableau 14 : Appariement par les scores de propension : effet du financement par ECF sur la performance des entreprises..... 118

Tableau 15 : Mécanismes de gouvernance mobilisable en Equity-Crowdfunding..... 129

Tableau 16 : Caractéristiques des acteurs interviewés..... 133

Index des schémas

Schéma 1 : Les étapes d'une campagne de Crowdfunding par don sans contrepartie (Donation-Based Crowdfunding) 39

Schéma 2 : Les types de plateformes de "Donation-Based Crowdfunding" 39

Schéma 3 : Les étapes d'une campagne de financement par don avec contrepartie ("Reward-Based Crowdfunding") 42

Schéma 4 : Répartition des volumes levés dans le monde 47

Schéma 5 : Evolution des fonds collectés en France 48

Schéma 6: Chaîne de financement des entreprises 52

Schéma 7 : Processus d'une levée de fonds sur une plateforme d'ECF 58

Schéma 8: Représentation schématique d'un Business Model 62

Schéma 9 : Place de l'Equity-Crowdfunding dans le financement des entreprises 76

Schéma 10: Modèle de recherche 86

Schéma 11: Le processus de financement par ECF (11a) et par BA(11b) 103

Index des figures

Figure 1 : Exemple de tableau des récompenses 43

Figure 2 : Exemple d'évaluation des contributeurs sur un projet présenté sur la plateforme d'ECF Wiseed (France) 61

Introduction

Le terme de Crowdfunding, littéralement « financement par la foule », a été utilisé pour la première fois par Michael Sullivan en 2006 lors du lancement de *fundavlog*, une tentative infructueuse de création d'un incubateur de projets de vidéo blog[1] et d'évènements, qui incluait alors une fonctionnalité de financement (Gobble, 2012).

C'est avec la multiplication des créations de plateformes depuis 2008-2009 qu'une définition plus précise de ce phénomène est apparue nécessaire. Schwienbacher et Larralde, (2010) proposent une des premières définitions du Crowdfunding :

« *an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes* »

Cette définition est adaptée de celle du *Crowdsourcing* de Kleemann et al. (2008). On retrouve ici certaines caractéristiques communes aux différentes formes de Crowdfunding :

- Il s'agit d'un appel, d'une offre publique (« *open call* ») : cet appel n'est pas réservé qu'à une catégorie de personnes (experts dans certains domaines, ou professionnels par exemple) ; au contraire, chacun peut y répondre (d'où la notion de foule)
- L'appel se fait via internet (« *essentially trough the Internet* ») : par le biais de plateformes internet, ou, dans certains cas, en dehors des plateformes, mais toujours par internet, ce qui permet de toucher un large public
- L'objectif de l'appel est l'obtention de ressources financières (« *provision of financial resources* »)
- Ces ressources financières vont servir à soutenir des initiatives, des projets, ayant des objectifs spécifiques (« *to support initiatives for specific purposes* »)

Cette définition, très large, couvre différentes formes de Crowdfunding. Nous présenterons ces différentes formes par la suite, mais dans un objectif de clarté pour le lecteur, nous nous focalisons sur notre objet d'étude dans cette première partie, à savoir l'Equity-Crowdfunding (ECF). La définition que nous retenons de ce dernier est celle proposée par Ahlers et al. (2015) :

[1] Sorte de « billet d'humeur » d'un internaute, mais sous forme de vidéo qui peut être commentée par d'autres internautes

« *a form of financing in which entrepreneurs make an open call to sell a specified amount of equity or bond-like shares in a company on the Internet, hoping to attract a large group of investors* »

Nouvel acteur du financement des jeunes entreprises, ses spécificités en font un objet d'étude particulièrement intéressant. En effet, l'entrepreneur souhaitant avoir recours à ce mode de financement se retrouve non plus face à un investisseur potentiel mais à une multitude de ces derniers, et ce à travers l'intermédiaire d'une plateforme internet. Ainsi, il ne s'agit plus de convaincre un individu du bien-fondé et de la qualité de son projet en vue d'obtenir un financement, mais de faire face à « une foule » de petits investisseurs, ainsi qu'à l'équipe de gestion de la plateforme, qui tient un rôle important dans le processus de demande de financement.

Plus concrètement, l'entrepreneur doit présenter tout d'abord présenter son projet auprès de la plateforme, qui, à l'issue d'une analyse approfondie et de différentes vérifications, va autoriser le porteur de projet à solliciter l'ensemble des personnes inscrites sur la plateforme dans l'objectif d'obtenir des fonds. Les individus ayant accepté de financer l'entreprise deviennent par la suite actionnaires de cette dernière.

L'originalité de l'Equity-Crowdfunding réside ainsi dans le recours à un ensemble de personnes inscrites sur une plateforme ; ces personnes ont en effet des profils variés, que ce soit en termes d'expérience professionnelle ou personnelle, de connaissances relatives à la finance ou à certains secteurs d'activité, mais également en termes de motivations à contribuer à financer une entreprise.

Le fonctionnement de ce mode de financement soulève ainsi de nombreuses questions, relatives au processus de sélection des projets par la plateforme, à la prise de décision de chaque investisseur potentiel, et à la capacité de l'Equity-Crowdfunding à jouer pleinement son rôle d'acteur au sein de la chaîne de financement d'une entreprise. Ce rôle ne se restreint pas à octroyer des fonds à l'entrepreneur ; il s'agit également, dans le cadre d'une jeune entreprise, de suivre les décisions du dirigeant, voire d'apporter des conseils ou une expertise sur un sujet particulier. L'intervention de ce nouvel investisseur doit ainsi permettre à l'entreprise de poursuivre son objectif, mais également de préparer le futur de celle-ci, à savoir sa croissance. Cette dernière requiert de procéder à de nouvelles levées de fonds, et donc d'ouvrir un peu plus son capital à de nouveaux investisseurs.

Au regard de ces différents éléments, nous nous interrogeons sur le rôle et les caractéristiques de l'Equity-Crowdfunding qui permettraient à l'entreprise d'attirer de nouveaux investisseurs lors de nouvelles levées de fonds, assurant sa croissance et ainsi sa survie.

Les enjeux de notre sujet d'étude ayant été succinctement présenté dans ce propos liminaire, nous nous proposons de revenir plus en détail sur les éléments qui nous ont amené à mener cette recherche.

Emergence de l'Equity-Crowdfunding : fondements historiques et théoriques

L'Equity-Crowdfunding est un mode de financement des entreprises qui provient d'une diversification du Crowdfunding « historique ». Pour Coakley et Lazos (2021), qui synthétisent différentes études sur l'ECF, les premières plateformes d'ECF apparaissent en 2007, avec une expansion rapide depuis 2008.

Pour comprendre les raisons de l'émergence et de l'expansion de l'ECF, il convient de s'attarder sur l'objet du financement. Sur ces plateformes internet, ce sont des entreprises qui sont financées, et ce dans des secteurs très variées, comme l'énergie, les nouvelles technologies, l'alimentation par exemple. De plus, et il s'agit du point le plus important, ce sont de jeunes entreprises, pour la plupart innovantes, qui sont financées (Bessière et Stéphany, 2014; Schwienbacher et Larralde, 2010).

Or, comme le montrent de nombreuses études sur le financement des jeunes entreprises innovantes, ces dernières souffrent de ce que l'on appelle un « Equity Gap », à savoir une difficulté à trouver des financements lors des premières étapes de leur vie (Mason et Harrison, 1995a). Plus concrètement, il existe à ce stade une insuffisance de l'offre de financement pour couvrir les besoins en capitaux des entreprises. Ces dernières sont perçues comme risquées, du fait d'un manque d'informations disponibles, de l'absence d'historique, ou encore de la complexité à percevoir la rentabilité du projet au vu du caractère innovant de ce dernier, rendant l'accès à des financements plus compliqué (Bonnet et Wirtz, 2011; Mason et Harrison, 2002).

C'est à partir de ce constat que l'on peut apprécier l'émergence de l'ECF, qui deviendrait ainsi un nouvel acteur du financement des jeunes entreprises, visant à combler cet « Equity Gap ». Or, comme nous venons de l'expliquer, l'existence d'un « Equity Gap » relève finalement de la difficulté à apprécier la qualité réelle d'un projet entrepreneurial. De ce fait, si ce constat s'applique aux acteurs « historiques » du financement des jeunes entreprises, qui sont principalement les *Business Angels* et le Capital-Investissement (et plus précisément le Capital-

Risque, qui est spécialisé dans le financement des entreprises en phase de démarrage), l'ECF doit également faire face à ces mêmes difficultés.

Le risque liée à ces entreprises provient d'une notion bien connue dans la finance entrepreneuriale, à savoir l'asymétrie d'information (Akerlof, 1970). Dans une jeune entreprise, le dirigeant (en général également le fondateur et l'actionnaire principal) détient des informations privilégiées, non accessibles à un acteur extérieur (et donc à un investisseur potentiel). De ce manque d'information peut découler des risques de sélection adverse (à savoir le fait de financer un projet « de mauvaise qualité »), mais également d'aléa moral (une fois financée, l'investisseur ne peut pas correctement contrôler ce que fait le dirigeant). Cette problématique est exacerbée dans le cadre du financement d'une jeune entreprise non cotée, pour lesquelles les informations demeurent non publiques (Audretsch et al., 2014; Berger et Udell, 1998; Bonnet et Wirtz, 2011).

De plus, si nous dépassons ce premier cadre d'analyse, il est important de noter que dans le financement de ce que l'on appelle le « *seed capital* » (premières étapes de la vie d'une entreprise), les relations entre dirigeants et investisseurs potentiels, et les prises de décision, relèvent de la compréhension mutuelle entre les deux acteurs. Ceci induit, au-delà du risque d'asymétrie d'information, une asymétrie de connaissance (Bonnet et Wirtz, 2011). Les relations entre entrepreneurs et investisseurs, et l'issue de ces dernières, dépend des connaissances ou compétences de chacun. Lors de ces premières phases de levées de fonds, une certaine proximité existe entre porteurs de projet et investisseurs. Les échanges sont fréquents, et il est nécessaire qu'il y ait une compréhension mutuelle pour qu'il y ait une transaction effective. Et ce phénomène ne s'arrête pas dès lors que la décision d'investissement est prise. Si tel est le cas, l'investisseur devenant actionnaire, une relation s'établit avec l'entrepreneur pendant toute la durée de l'investissement.

L'ensemble de ces éléments met en exergue la complexité d'une opération de financement. Cette complexité est d'autant plus importante dans le cadre d'analyse qui nous intéresse, à savoir le financement par ECF. En effet, ce dernier implique non seulement la mise en ligne sur internet d'informations sur un projet, mais également d'entrer en relation avec deux types d'acteurs : d'une part l'équipe de gestion de la plateforme sur laquelle l'entrepreneur fait une demande de financement, et d'autre part l'ensemble des investisseurs potentiels inscrits sur cette plateforme, qui peut se compter par dizaines de milliers. Cela complexifie significativement une opération de levée de fonds « classique » dans laquelle l'entrepreneur fait

face à un investisseur, ou à un petit groupe d'investisseurs. Et cela questionne également les mécanismes de réduction du risque lié à une opération de financement.

La finance entrepreneuriale apporte un éclairage quant à l'atténuation des différents risques liés à l'asymétrie d'information et de connaissances. Les acteurs « traditionnels » que sont les *Business Angels* (BA) et les Capitaux-Investisseurs (CI) mettent en place différentes procédures afin de sélectionner et évaluer la qualité d'un projet en amont d'une prise de décision, et de suivre ce projet en aval (Bessière et Stéphany, 2015; Bonnet et Wirtz, 2011; Wallmeroth et al., 2018) :

- En amont de l'investissement, différents éléments sont mobilisés pour limiter les risques liés :
    - A l'asymétrie d'information : l'entrepreneur doit fournir un ensemble d'information sur son projet (idée, informations sur le projet, besoins de financement, projections financières, proposition de valeur et de répartition du capital notamment). Ces dernières sont analysées, puis, si le dossier est retenu, un ensemble de vérifications plus poussées (appelées « *Due Diligence* ») sont opérées.
    - A l'asymétrie de connaissances : différents échanges ont lieu avec le porteur de projet en amont de l'investissement. Il s'agit là d'entrer dans une relation de confiance, de juger de professionnalisme ou du caractère du dirigeant, de sa capacité à mener à bien le projet
- Si les différentes phases pré-investissement amènent à un accord entre les différents acteurs, alors un « pacte d'actionnaire » est signé, précisant la répartition du capital, et régissant également les relations actionnaire-dirigeant lors de la phase d'investissement, ainsi que les modalités de sortie
- Lors de la phase de suivi de l'investissement, suivant les modalités déterminées lors de la signature du pacte d'actionnaire, différents éléments peuvent réduire le risque lié à :
    - L'asymétrie d'information : remontées d'informations financières régulières (appelées également « *reporting* »), clause contractuelle permettant l'éviction du dirigeant par exemple
    - L'asymétrie de connaissances : l'implication « active » des investisseurs, les interactions entre ces derniers et le dirigeant par exemple

Concernant l'ECF, la littérature met en évidence que le processus et les mécanismes de réduction des risques s'avèrent plus complexes, de par la nature même de cette forme d'investissement.

Tout d'abord, concernant le processus pré-investissement, bien que ce dernier soit relativement similaire aux processus de financement par BA ou par CI, il n'en reste pas moins hétérogène. Comme l'expliquent Bessière et Stéphany, (2014), cette première phase fait intervenir différents acteurs :

- Le porteur de projet dépose une demande de financement sur la plateforme. Les éléments de ce dossier sont semblables à ceux demandés par les BA et les CI. Ce dossier est réceptionné par la plateforme, et c'est une équipe dédiée à la sélection des projets qui se charge de l'analyser, afin de créer un premier filtre
- Selon les plateformes, un second filtre apparait : les informations contenues dans le dossier sont divulguées aux membres (qui sont des investisseurs potentiels). Ces derniers évaluent la qualité du projet
- Puis, les évaluations et vérifications spécifiques (*Due Diligence*) sont déléguées à la plateforme. Celles-ci reposent sur les compétences de l'équipe de gestion, qui peut également faire appel à des experts de son réseau
- Enfin, si l'ensemble de ces éléments permettent de déterminer que le projet est finançable, il est mis en ligne et la campagne de levée de fonds peut débuter (campagne limitée dans le temps, accessibles à tous les membres inscrits sur la plateforme, et dont des objectifs de montants atteints sont fixés ou non selon les plateformes)

Lors de cette phase, nous pouvons constater tout d'abord qu'un rôle important est dédiée à la plateforme, qui présélectionne les dossiers, se charge des *Due Diligence* et organise la levée de fonds.

De plus, selon les plateformes, une partie de ce processus fait intervenir les membres inscrits sur cette dernière.

Enfin, il est important de noter que lors de cette phase, des documents financiers, stratégiques, commerciaux, sont mis en ligne sur internet, et accessibles à tout membre inscrit sur la plateforme.

De ce fait, les mécanismes de réductions de l'incertitude et des risques autour du projet doivent prendre en compte plusieurs facteurs :

- Les compétences de la plateforme quant à l'efficacité du processus de sélection et d'évaluation des projets
- Les compétences et connaissances de membres inscrits sur la plateforme à contribuer à valider la pertinence et la qualité du projet
- Les risques de rétention d'informations liées à la mise en ligne de documents « sensibles » liés au projet pour les plateformes qui sollicitent une évaluation par leurs membres

Par ailleurs, contrairement aux formes « classiques » de financement des jeunes entreprises, où, suite à cette phase de pré-investissement, une décision est prise par un seul, ou un petit groupe d'investisseurs, une levée de fonds en ECF requiert l'accord d'un grand nombre de personnes.

Il s'ensuit la mise en place d'un « forum de discussion », où tout investisseur potentiel ayant eu accès au dossier de financement mis en ligne peut poser des questions (financières, commerciales, stratégiques) à l'entrepreneur, en sus de la création de conférences vidéo en ligne où l'entrepreneur et un membre de l'équipe de gestion de la plateforme échangent avec les investisseurs potentiels sur le projet.

Cette phase de levée de fonds interroge de nouveau sur la capacité de l'ECF à réduire les risques pré-investissement :

- La mise en place de forums et de réunions vidéo lors de la levée de fonds peut permettre l'installation d'une relation de confiance entre les différents acteurs
- Cependant, lors de cette phase, toutes les plateformes mettent en ligne des documents sensibles

Les phases de pré-investissement et de levée de fonds en ECF requièrent ainsi une attention particulière quant à l'efficacité du processus, les connaissances et compétences des acteurs, et sur la façon dont sont prises les décisions.

Sur ce dernier point, différents arguments plaident en faveur ou en défaveur de l'ECF (Bessière et Stéphany, 2014; Budescu et Chen, 2014; Mollick et Nanda, 2014; Surowiecki, 2005) :

- La somme des décisions individuelles pourrait annuler les biais individuels et ainsi amener une décision optimale
- Les prises de décision dans le cadre de l'ECF se font en fonction des décisions prises par d'autres investisseurs, induisant un effet de mimétisme

- La présence de certains investisseurs dits « experts » ou identifiés comme tels pourraient rassurer d'autres investisseurs, et favoriser le « succès » d'une levée de fonds d'un projet qui serait alors perçu comme « de qualité »

Il est toutefois à noter que cette vision se concentre essentiellement sur la prise de décision des investisseurs, et ne tient pas compte du rôle et des caractéristiques de l'équipe de gestion des plateformes dans le processus pré-investissement.

L'ensemble de ces éléments nous amène à nous questionner sur l'efficacité du processus pré-investissement, que ce soit au niveau de la capacité de la plateforme à sélectionner des projets « de bonnes qualités » et à mener à bien les vérifications concernant ces derniers, du porteur de projet à convaincre du bien-fondé de son idée et de sa faisabilité, mais également sur la prise de décision d'investissement de la part des contributeurs inscrits sur la plateforme.

En effet, une opération de financement de jeunes entreprises étant risquée, pour les raisons que nous avons exposées précédemment, l'enjeu de cette première phase réside dans l'efficacité à détecter des opportunités d'investissement. Or, la prise de décision d'investissement, comme toute opération de financement, répond à un objectif de création de valeur. Un investisseur ne va rentrer au capital d'une entreprise que s'il perçoit un horizon de sortie générateur de rentabilité de son investissement. Ainsi, il est nécessaire de s'intéresser aux leviers de création de valeur mobilisés lors d'une opération de financement par ECF.

Les leviers de création de valeur

Comme nous l'avons présenté précédemment, l'ECF est un mode de financement par nature risqué. Pour tenter de réduire ce risque, les plateformes ont mis en place différentes phases de sélection et d'évaluation des entreprises souhaitant obtenir un financement. Ces phases sont semblables aux autres acteurs du financement du « *seed capital* », à savoir les BA et les CI, avec les particularités que nous avons exposées auparavant (rôle de la plateforme dans le processus de sélection et d'évaluation, implication de la foule dans certains cas, mise en place de forums d'échanges entre investisseurs et porteur de projet). L'objectif de ces premières phases est ainsi de limiter le risque de sélection adverse, et de favoriser la détection d'opportunités d'investissement. Or, comme nous l'avons expliqué, un investissement en capital ne peut s'opérer que dans la condition où l'investisseur perçoit que son investissement générera une certaine rentabilité. Si l'étude des différents documents lors de la phase pré-investissement, et les différents échanges entre investisseurs et dirigeants est une étape primordiale dans la compréhension du projet, et dans la perception de perspectives de

rentabilité, cette dernière ne pourra être effective qu'à condition que le projet se réalise. Comme nous l'ont montré différentes études sur le financement des jeunes entreprises, cela implique généralement un suivi actif des investisseurs, qui, par leur implication, aurait un effet sur les performances de l'entreprise, et donc sur la rentabilité de l'investissement (Bonnet et Wirtz, 2011; Certhoux et Zenou, 2006).

Il est de ce fait nécessaire de s'intéresser à la nature, à la forme, et à la qualité des échanges entre investisseurs et dirigeants qui permettent de favoriser la réalisation du projet de développement de l'entreprise, de créer de la valeur, et ainsi assurer la rentabilité de l'investissement.

Pour cela, la recherche en finance entrepreneuriale nous offre différents cadres d'analyse. Ces derniers prennent tous pour origine une théorie centrale dans l'analyse des relations entre investisseurs et dirigeants, à savoir la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Cette dernière distingue deux acteurs :

- L'actionnaire (appelé « principal »), qui détient les moyens de production, et les droits de propriété de l'entreprise
- Le dirigeant (appelé « agent ») qui exploite les moyens de production pour le compte de l'actionnaire

De cette distinction nait plusieurs risques, notamment liés à ce que nous avons déjà présentés précédemment, à savoir l'asymétrie d'information. Le dirigeant étant impliqué activement dans la gestion quotidienne de l'entreprise, il a accès à des informations privilégiées. La gestion des relations entre actionnaires et dirigeants implique dès lors la mise en place de différents mécanismes permettant à l'actionnaire de contrôler l'action du dirigeant, et de s'assurer dès lors que ce dernier agit bien dans l'intérêt de l'actionnaire, à savoir la maximisation de son profit. Ces différents mécanismes pouvant être mis en place s'inscrivent dès lors dans ce que l'on appelle la gouvernance d'entreprise, qui va ainsi délimiter les pouvoirs de décision du dirigeant et définir les mécanismes ou processus de contrôle de son action (Charreaux, 1997).

Dans cette vision « traditionnelle » des relations actionnaires-dirigeants, l'actionnaire joue un rôle disciplinaire. Il met en place différents mécanismes de contrôle et d'incitation afin que les objectifs de ce dernier soient alignés à ceux des actionnaires, à savoir la maximisation de la valeur actionnariale de l'entreprise.

Or, dans le cadre d'analyse qui nous intéresse, à savoir le financement des jeunes entreprises en phase de démarrage, différentes spécificités sont à noter. Notamment, dans ces entreprises,

le dirigeant (ou l'équipe dirigeante) détient une part significative du capital. Le pouvoir disciplinaire de nouveaux investisseurs peut de ce fait s'en trouver diminué. Les études sur le financement par BA ou par CI dans ces entreprises montrent que ces derniers peuvent mettre en place certaines clauses lors du pacte d'actionnaire afin de palier à ce problème de répartition du capital, tel que la mise en place de certains instruments financiers comme des actions préférentielles (actions conférents des avantages aux actionnaires les détenant, comme le versement prioritaire d'un dividende par exemple).

En situation de financement par ECF, cette vision disciplinaire de la gouvernance d'entreprise se confronte à plusieurs difficultés.

Tout d'abord, la mise en place de mécanismes de gouvernance est fonction des modes de suivi de la participation dans un financement par ECF. En effet, lorsqu'une entreprise est financée par ce biais, deux cas de figures se présentent, et ce en fonction des plateformes sur lequel le projet a été financé :

- L'ensemble des investisseurs sont regroupés au sein d'une « Holding ». Cette dernière est gérée par un membre de l'équipe de gestion de la plateforme. C'est ce dernier qui va organiser les relations entre l'ensemble des investisseurs et le dirigeant (à savoir les remontées d'information aux actionnaires, la représentation au sein du Conseil d'Administration de l'entreprise financée par exemple)
- Chaque investisseur gère lui-même sa participation. La plateforme ne joue aucun rôle dans l'organisation des relations actionnaires-dirigeants

Cela induit un premier questionnement quant à l'efficacité du suivi de l'investissement, et ainsi sur les leviers potentiels de création de valeur :

- Dans le cadre d'une gestion de la participation sous forme de « Holding », Bessière et Stéphany (2014) soulignent le manque de moyens techniques et humains des plateformes. Un membre de l'équipe de la gestion de la plateforme étant mené à gérer un grand nombre d'entreprises financées, l'efficacité du suivi peut s'en trouver diminuée, de même que le potentiel de création de valeur
- Dans le cadre d'une gestion individuelle de la participation par chaque investisseur, le faible pourcentage de capital détenu par ces derniers, ou encore la distance géographique qui les séparent de l'entreprise (le financement par ECF permettant à des investisseurs de financer des entreprises distantes de plusieurs centaines, voire milliers

de kilomètres), l'incidence sur la gestion de l'entreprise, et de ce fait sur la réalisation des objectifs de création de valeur et de rentabilité, serait particulièrement faible

Outre ces problématiques liées au mode de suivi de la participation Bessière et Stéphany, (2014) mettent également en évidence que, contrairement au financement par BA et par CI, qui disposent de différents leviers disciplinaires, et notamment à travers des titres financiers, les supports d'investissement lors d'un financement par ECF restent limités, réduisant ainsi les possibilités de contrôle et d'incitation quant à la création de valeur. De plus, la représentation d'investisseurs en ECF au sein des Conseil d'Administration (principal organe de contrôle de l'action du dirigeant) est encore actuellement marginal.

L'efficacité des mécanismes de gouvernance disciplinaires quant à leur influence sur le contrôle de l'action du dirigeant, et ainsi sur la création de valeur, est de ce fait questionné dans une situation de financement par ECF.

Il est d'autant plus important de remettre en perspective la gestion disciplinaire de la relation investisseurs-dirigeants qu'elle omet de s'intéresser à la manière dont les décisions sont prises au sein de l'organisation financée. Et pour comprendre cela, il est nécessaire de revenir sur les motivations qui mènent à la décision d'investissement.

En effet, lors des premiers stades de vie d'une entreprise, la recherche de financement demande la multiplication d'échanges entre un dirigeant et un investisseur potentiel. Lors des étapes de sélection et d'évaluation des projets, l'entrepreneur doit convaincre un financeur du bien-fondé de son projet. Une relation de proximité doit s'instaurer dès ces premiers échanges. Et cela passe par une compréhension mutuelle et une adéquation entre les objectifs et les motivations des deux acteurs.

Ainsi, les études montrent que les motivations d'un investisseur en ECF ne se limitent pas qu'à des considérations financières de retour sur investissement, mais, similairement à un BA, à des motivations intrinsèques, telles que le soutien à une cause, la volonté de s'impliquer dans un projet, de donner son avis par exemple (Bretschneider et al., 2014; Gerber et al., 2012; Hervé et al., 2016; Scheder et Arbøll, 2014).

Et ces motivations semblent rejoindre également en partie celles des entrepreneurs qui cherchent des financements, à savoir le fait de tester ses idées, de recevoir des retours sur son projet et de les valider ou de les modifier par exemple (Belleflamme et al., 2014; Colombo et al., 2015; Germak and Robinson, 2014).

La phase de pré-investissement devient dès lors une phase de mise en relation entre différents individus, possédants des compétences, des connaissances, des motivations propres, et le lieu de la mise en place d'une relation de proximité qui conditionne dans un premier temps la prise de décision d'investissement, puis, si tel est le cas, la gestion de la relation actionnaires-dirigeants lors de la phase de suivi de l'investissement.

Ces éléments renvoient au caractère cognitif de la gouvernance d'entreprise dans cette phase de suivi, qui, comme le définit Charreaux (2005a) réside en « *l'ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation* ».

Ainsi, l'enjeu de la création de valeur au sein d'une jeune entreprise en phase de démarrage ne tiendrait donc plus seulement de la gestion disciplinaire de cette la relation entre les acteurs, mais de la gestion cognitive de celle-ci.

Dans ce cadre, une entreprise n'est plus vue comme un « nœud de contrats » mais comme un répertoire de connaissances et de compétences qui permettent, si une synergie est créée, de maximiser la création de valeur. De nombreuses études sur les autres formes de financement du « *seed capital* » montrent l'importance de l'implication et des échanges entre BA/CI et dirigeants dans la structuration du projet entrepreneurial, et des bénéfices de l'implication active de ces investisseurs dans la réalisation des objectifs du projet, et, au final sur la création de valeur (Bonnet et Wirtz, 2011; Certhoux et Zenou, 2006).

Concernant le financement par ECF, la gestion de la dimension cognitive de l'investissement est encore peu connue, du fait du caractère récent de cet acteur. En effet, peu d'études ont montré le rôle et les effets de l'implication de l'ensemble des investisseurs, mais également de l'équipe de gestion de la plateforme, sur la création de valeur de l'entreprise financée.

Nous pouvons citer ici les recherches de Bessière et al., (2018) ou Girard et Deffains-Crapsky, (2016), qui suggèrent que les mécanismes de gouvernance cognitifs sont fonction des compétences et connaissances de « la foule » mais également de l'équipe de gestion de la plateforme, qui, de par leur hétérogénéité, mais également par leur expertise, favorisent la création de valeur au sein de l'entreprise financée.

Cependant, le manque d'études sur le sujet nous amène à nous questionner sur l'efficacité de l'intervention d'investisseurs en ECF et sur l'effet de cette dernière sur la création de valeur de l'entreprise financée.

Or, ce questionnement ne peut être appréhendé que par le seul prisme d'une levée de fonds unique, mais dans une dynamique de financement. En effet, il est à ce stade important de rappeler que le financement par ECF n'est qu'une étape dans la vie d'une entreprise, qui, au cours de son existence, devra recourir à différentes formes de financement en fonction de son stade de développement ; faute de quoi sa survie s'en trouvera affectée.

De ce fait, et c'est l'objet de notre thèse, nous souhaitons analyser le rôle et les caractéristiques de l'ECF non plus en tant qu'intervenant à un stade particulier de la vie d'une entreprise, mais dans sa capacité à jouer pleinement son rôle au sein de la chaîne de financement, à savoir permettre à une entreprise d'attirer de nouveaux investisseurs pour financer sa croissance.

L'ECF comme acteur du « finance escalator »

L'Equity-Crowdfunding, comme nous l'avons montré jusqu'ici, peut contribuer à combler « l'Equity Gap » existant lors de la recherche de capitaux d'une entreprise dans les premiers stades de sa vie. Il s'inscrit ainsi au sein des acteurs du « *seed capital* ».

Cependant, le financement par ECF se doit d'être vu comme un acteur dans le cycle de vie d'une entreprise. Comme l'expliquent Coakley et Lazos, (2021), les premières levées de fonds en ECF ne sont que la première étape du financement d'une entreprise non cotée, de même que l'introduction en Bourse pour une entreprise à un stade de développement plus avancée. De ce fait, de nouvelles levées de fonds constituent l'étape suivante d'une entreprise financée par ECF. La question de l'obtention de nouvelles ressources financières (et notamment en fonds propres) et ainsi une problématique centrale quant aux conséquences d'un financement par ECF.

L'ECF s'inscrit de ce fait dans une vision dynamique du cycle de financement des entreprises, à savoir le « *finance escalator* » (Baldock et Mason, 2015; Murzacheva et Levie, 2020). L'intervention de l'ECF lors d'une levée de fonds doit favoriser l'octroi de financement ultérieurs, pour financer la croissance de l'entreprise.

Cette question reste très largement sous étudiée dans la littérature sur le financement par ECF, pourtant d'une importance cruciale en ce qui concerne non seulement la survie de l'entreprise, mais peut également être déterminante dans l'avenir de l'ECF, et notamment dans sa capacité à paraitre un acteur « légitime » du financement des jeunes entreprises.

Sur cette problématique, nous pouvons citer Signori et Vismara (2018), qui mettent en évidence, sur le marché anglais, le fait que 25% des entreprises de leur échantillon ont obtenu d'autres

financements par Crowdfunding suite à la première levée de fonds, 9% ont obtenu des financements par BA ou CI, et 18% ont déposé le bilan.

Ce constat se retrouve également dans les études de Hornuf et al. (2018) qui mettent en exergue d'une part la difficulté d'obtention de financements lors de levées de fonds ainsi qu'une forte proportion de faillite de la part d'entreprises financées par ECF.

Kleinert et al. (2020) apportent un éclairage intéressant quant à l'obtention de financements ultérieurs suite à une levée de fonds en ECF. Leurs résultats semblent indiquer que le financements antérieurs (qu'il s'agisse de financement par BA, CI, ou ECF) jouent un rôle de « certification » auprès d'autres investisseurs.

Si ces études nous amènent à nous interroger sur les capacités de l'ECF à jouer pleinement son rôle au sein de la chaîne de financement d'une entreprise, à savoir créer de la valeur et attirer de nouveaux investisseurs lors de levées de fonds ultérieures, il nous semble que la problématique pourrait être approfondie, et ce en prenant en compte plusieurs points :

- Ces études sont pour la plupart quantitatives (régressions multivariées dans la majorité des cas)
- Elles s'intéressent pour la grande majorité aux caractéristiques de la levée de fonds (les montants levés, le nombre d'investisseurs par exemple) pour expliquer la réussite ou l'échec de levée de fonds ultérieures

Si ces études sont intéressantes du point de vue des caractéristiques du financement par ECF, il nous semble qu'elles omettent de prendre en compte la notion de création de valeur, ainsi que la dimension cognitive de l'opération de financement sur l'obtention de financements ultérieurs.

Sur la question de la dimension cognitive, une étude, menée par Bessière et al., (2018) nous semble intéressant à mentionner. Pour ces auteurs, qui analysent le financement d'un point de vue dynamique et en lien avec les interactions entre les individus, les différents « tours d'investissement » nécessitent la coordination entre différents acteurs : le dirigeants et les investisseurs qui regroupent les BA/CI/ECF. Chaque acteur apporte ses propres connaissances, compétences, et contribue ainsi à la création de valeur, et ce dans une logique dynamique, telle que postulée par la notion de « *finance escalator* »

De nouveau, un aspect peu abordé dans cette étude réside dans le rôle de la plateforme dans ce processus de financement. En effet, une des particularités de l'ECF, qu'il s'agisse de la phase

de sélection et d'évaluation, mais également de suivi d'un investissement, requiert le concours plus ou moins prépondérant (selon les plateformes) de l'équipe de gestion.

Une étude en particulier a requis notre attention sur ce point : Cumming et Zhang (2018). Les auteurs s'interrogent sur l'efficacité des plateformes à jouer pleinement leur rôle d'intermédiaire. En effet, le rôle de la plateforme lors d'un financement par ECF est primordial : sélection, évaluation, organisation du suivi par exemple. Leur étude quantitative met en évidence une relation positive entre le rôle de la plateforme et la réussite d'une levée de fonds. Elle ne permet malheureusement pas de conclure sur les conséquences sur l'obtention de financements ultérieurs.

L'ensemble des points abordés précédemment nous amène à nous interroger sur le rôle de l'ECF au sein de la chaîne de financement d'une entreprise. Et notamment :

- Le processus de sélection et d'évaluation des projets lors d'un financement par ECF est-il efficace ?
- Le suivi d'un projet financé par ECF est-il générateur de création de valeur ?
- Dans quelle mesure l'intervention de l'ECF au sein d'une entreprise permet-il à cette dernière l'obtention de capitaux lors de prochains cycles de besoins en financement ?

De ce fait, la problématique de notre thèse peut se formuler comme suit :

Quelles sont les caractéristiques du financement par Equity-Crowdfunding permettant de réduire l'incertitude autour d'une entreprise financée, facilitant ainsi l'accès à des financements complémentaires pour financer sa croissance ?

Afin de répondre à cette problématique principale, trois recherches portant sur différentes dimensions de la question étudiée ont été menées.

La première recherche vise à faire un premier constat : y a-t-il eu financement complémentaire suite à une levée de fonds en ECF ? Et si tel est le cas, quelles sont les caractéristiques de l'ECF qui ont permis l'acquisition de ressources ? La première question de recherche se formule ainsi :

Q1 : Dans quelles conditions et dans quelle mesure le financement par ECF favorise-t-il l'accès à des financements complémentaires ?

Dans la seconde recherche, nous cherchons à évaluer l'efficacité de l'ECF dans les mécanismes de réduction de l'incertitude à travers une comparaison de performances entre des projets financés par ECF et des entreprises comparables financées par *Business Angels*. La seconde question de recherche en découle :

Q2 : Dans quelle mesure la performance financière d'une entreprise financée par Equity-Crowdfunding diffère-t-elle de celle des entreprises financées par Business Angels ?

La troisième recherche porte sur le rôle de la plateforme d'Equity-Crowdfunding dans l'acquisition de ressources pour l'entreprise financée. A travers les différentes étapes faisant intervenir la plateforme, du processus de sélection au suivi des projets effectivement financés, nous cherchons à identifier les éléments susceptibles de signaler la légitimité de la plateforme, concourant ainsi à la possibilité pour les entreprises financées d'obtenir des financements complémentaires. Nous nous proposons donc de répondre à la question suivante :

Q3 : De quelle manière une plateforme d'ECF peut construire sa légitimité auprès d'un porteur de projet dans son choix de s'adresser à une plateforme en particulier, mais également auprès d'autres acteurs (BA ou CI) dans le cadre de co-investissement ou de levées de fonds ultérieures ?

Approches et méthodologies utilisées

Nous avons mis en place différentes méthodologies au sein de cette thèse afin de répondre à la problématique principale.

Dans la première recherche, nous cherchons à identifier les caractéristiques du financement par ECF permettant d'obtenir des financements complémentaires. Nous avons tout d'abord récolté un ensemble de données sur des projets financés par ECF, d'une part par la construction d'une base de données regroupant un ensemble d'informations sur ces projets, puis par l'envoi d'un questionnaire à destination des entrepreneurs, afin de compléter cette base. Les questionnaires avaient pour objectif de quantifier les projets ayant obtenus des financements complémentaires d'une part, puis, par un croisement de données et par le biais de régressions logistiques, d'identifier les caractéristiques de ces entreprises ayant concourus à l'obtention de financements complémentaires.

Dans la seconde recherche, nous cherchons à déterminer l'effet du financement par ECF sur la performance des entreprises, en recourant à la méthode d'appariement par les scores de propensions, puis par un test de comparaison de moyenne.

La méthode d'appariement par les scores de propensions, issue de la recherche médicale, consiste à mettre en évidence les effets d'un traitement et ses conséquences, comparativement à un groupe témoin. Dans le cadre de notre étude, nous tentons de comparer les effets du financement par ECF (le traitement) sur la performance de l'entreprise financée (les conséquences) comparativement à un groupe témoin (des entreprises financées par Business

Angels). La technique consiste à associer des individus des deux groupes en fonction de certaines variables. Cet appariement se fait par le biais du calcul d'une probabilité de recevoir ou non le traitement (ici, le financement par ECF), puis de lui associer une entreprise comparable. Une fois les appariements effectués, il est possible de mesurer les conséquences de ce traitement comparativement au groupe témoin. Ici, il s'agit de vérifier si les entreprises financées par ECF ont des performances significativement différentes de celles financées par Business Angels.

Dans la troisième recherche, nous avons adopté une démarche abductive. Cette démarche vise à inférer des hypothèses ou des propositions en fonction des éléments observés. Pour cela, nous avons décidé de mener différents entretiens avec des entrepreneurs, des plateformes, et des investisseurs pour mieux cerner les éléments susceptibles de signaler la légitimité de la plateforme auprès de ces différentes parties prenantes potentielles.

Pour répondre à notre problématique principale, nous avons donc décider de recourir à plusieurs méthodologies, combinant des approches quantitatives et qualitatives.

Il nous est apparu opportun de faire ce choix au regard des différentes études sur le sujet, et ce, pour plusieurs raisons :

- Peu d'études analysent la performance des entreprises financées par ECF comparativement à d'autres formes de financement (BA ou CI). Il nous semble ainsi pertinent d'approfondir cette problématique, qui a trait non seulement au processus de sélection et d'évaluation des projets, mais également aux mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs favorisant la création de valeur dans le cadre d'un financement par ECF
- Comme nous l'avons précisé précédemment, l'ECF étant un maillon d'une chaîne de financement, nous souhaitons analyser les ressorts de l'acquisition de nouvelles ressources suite à l'intervention d'investisseurs en ECF
- Le financement des entreprises en phase de démarrage étant relativement complexe, d'autant plus dans le cadre d'un financement par ECF, qui fait intervenir de nombreux acteurs, l'analyse de ce dernier ne peut se faire, selon nous, qu'à travers la combinaison de plusieurs méthodologies qui permettraient de circonscrire le sujet

Nous attendons des résultats de notre étude plusieurs éléments :

- D'un point de vue théorique, nous espérons pouvoir alimenter les théories relatives aux relations entrepreneur-dirigeant

- De la conséquence de cette analyse théorique, des implications managériales sont attendues. D'une part pour les plateformes, pour lesquelles une forme de structuration pourrait s'opérer, d'autre part, pour les entrepreneurs qui auraient connaissances des leviers de création de valeur, et des points d'attention dans le cadre de leurs ambitions de croissance, et également vis-à-vis des investisseurs inscrits sur les plateformes, qui, de par leur hétérogénéité, peuvent être d'excellents moteurs dans la réalisation des objectifs de l'entreprise
- Enfin, nous pensons que d'un point de vue méthodologique, la diversité d'approches de nos études permet non seulement de mieux cerner les différentes subtilités de notre sujet, mais confère également un caractère original à notre thèse. Les sciences de gestion s'intéressant aux organisations, mais également aux interactions entre les acteurs au sein de ces dernières, nous pensons qu'un phénomène tel que le financement d'une jeune entreprise, et le cycle de financement qui s'en suit, ne peut s'appréhender que par la conjugaison de plusieurs méthodologies

L'ensemble des éléments appuyant notre réflexion étant posé, nous nous proposons de présenter l'organisation de la suite de cette thèse, à savoir

- Dans le premier chapitre, nous revenons sur l'ensemble des notions qui nous ont amenés à notre proposition de problématique
- Les trois chapitres suivants (chapitres 2 à 4) visent à répondre à cette dernière, et de ce fait aux questions de recherche relative à notre sujet, à travers les trois recherches que nous avons menées sur notre problématique
- Enfin, le dernier chapitre (chapitre 5) revient sur les résultats de nos recherches, et sur une analyse critique des apports et limites de cette thèse, ainsi qu'une ouverture sur de possibles recherches ultérieures.

Dans une optique de clarté envers le lecteur, nous nous proposons d'ores et déjà de synthétiser les différents éléments relatifs aux trois recherches que nous avons menées dans cette thèse afin de répondre à notre problématique et à nos questions de recherche.

Le tableau ci-dessous récapitule ainsi les principaux points des trois articles qui seront présentés dans les chapitres 2 à 4.

	Article 1		Article 2	Article 3
Titre	Projets financés par Equity-Crowdfunding : les déterminants de l'accès à des financements complémentaires		Performance des entreprises financées par Equity-Crowdfunding	Rôle des plateformes d'Equity-Crowdfunding dans l'acquisition de ressources : propositions théoriques.
Théories mobilisées	Théorie de l'agence/ Signal / légitimité		Théorie de l'agence / Resource Based View	Théorie de l'agence / Signal / Légitimité / Confiance
Questions de recherche	Dans quelles conditions et dans quelle mesure le financement par ECF favorise-t-il l'accès à des financements complémentaires ? Quelles caractéristiques des projets financés par ECF favorisent l'obtention de financements complémentaires?		Dans quelle mesure la performance financière d'une entreprise financée par Equity-Crowdfunding diffère-t-elle de celle des entreprises financées par Business Angels ?	De quelle manière une plateforme d'ECF peut construire sa légitimité auprès d'un porteur de projet dans son choix de s'adresser à une plateforme en particulier, mais également auprès d'autres acteurs (BA ou CI) dans le cadre de co-investissement ou de levées de fonds ultérieures ?
Méthodologie	Echantillon	84 projets financés en France	952 entreprises dans 4 pays européens	Entretiens avec : - Equipe de gestion de la plateforme - Entrepreneurs financés par ECF - BA-CI
	Source des données	Base de données *ad hoc* et questionnaire	Zephyr et Orbis	
	Estimation	Modèle Logit	Appariement par les scores de propension	
Principaux résultats	Les montants levés, le type de projet, le profil du fondateur et le modèle de gestion de la participation ont une influence significative sur l'obtention de financement complémentaire par BA. Aucun financement complémentaire n'a été accordé par CI. Les montants levés et le type de projet ont une influence significative sur l'obtention d'un financement bancaire		Les entreprises financées par ECF ne présentent pas de différences significatives dans leur performance comparativement à des entreprises financées par BA. Le financement par ECF a un effet négatif sur la performance des entreprises, comparativement à l'effet du financement par BA, mais cet effet n'est significatif que lors de la première année suivant l'obtention du financement.	La divulgation d'information volontaire sur le processus de sélection, le signalement du réseau d'expert, la capacité à mobiliser des acteurs pour du co-investissement accroit la légitimité de la plateforme, augmentant ainsi les chances d'attirer de nouveaux investisseurs. La gestion de la participation en direct est mal perçue par les acteurs.

Avant de présenter ces trois articles, nous nous proposons de faire un retour, dans un premier chapitre, sur l'état de l'art concernant le Crowdfunding, ce qui nous permettra d'approfondir certaines notions abordées dans cette introduction.

Chapitre 1. Etat de l'art sur le Crowdfunding : Histoire, fonctionnement et rôle de l'Equity-Crowdfunding

1. Crowdfunding : histoire, formes, étendue de phénomène et réglementations

1.1. Bref historique de l'émergence du Crowdfunding sous sa forme actuelle

Les premières manifestations du Crowdfunding sont très lointaines. On peut remonter ainsi à la Grèce Antique. Les cités hellénistiques mettaient alors en place des souscriptions publiques, généralement à l'initiative de l'assemblée, sous forme de dons, dans un objectif commun, comme la défense de la cité ou le ravitaillement en grain (Migeotte, 1992). Des souscriptions privées existaient également : des amis ou des membres de confréries religieuses faisaient des appels aux dons pour restaurer un sanctuaire ou un gymnase par exemple.

Si nous considérons que l'utilisation de l'appel au don dans les cités grecques antiques peut s'apparenter à une campagne de Crowdfunding, les premiers exemples cités par les chercheurs sont plus « récents ».

Maalaoui et Conreaux (2014) identifient la « *Dutch East India Company* » comme étant la première entreprise à avoir pratiqué le Crowdfunding, et ce dès 1606. L'entreprise avait alors émis des actions publiques et obtenu des millions de florins dans le but de partager les risques financiers dans le cadre de voyages vers l'Orient, qui se révélaient dangereux et très couteux à cette époque.

En 1713, Alexander Pope, poète anglais, souhaitait traduire l'*Iliade* d'Homère, alors écrit en grec ancien. Il reçut alors des contributions de la part d'éditeur et de plusieurs centaines de souscripteurs qui lui permirent de traduire ce texte et de le publier entre 1715 et 1720[2]. Mozart ou encore Beethoven financèrent également au cours du XVIII^{ème} siècle leurs concerts ainsi que la publication de certains de leurs manuscrits par une prévente de ces derniers aux personnes intéressées (Hemer, 2011).

L'un des premiers exemples célèbres de financement par la foule est le financement de la Statue de la Liberté. Cette œuvre était co-financée par la France et les Etats-Unis. Une campagne de

[2] Source : http://top-web.us/pre-history-of-crowdfunding-in-the-1700-alexander-pope-mozart-beethoven-and-pulitzer/

promotion pour son financement eu lieu en France en 1875, à travers des loteries, des ventes de billets de spectacles, mais également par les dons de particuliers. En 1880, le financement de la part de la France était complet. Les Etats-Unis devaient financer quant à eux le piédestal de la Statue. Cependant, le Congrès américain refusa d'accorder des fonds pour ce projet, et l'*American Committee of the Statue of Liberty* se retrouvait en 1884 à court de fonds pour finaliser la construction. Joseph Pulitzer, célèbre « magnat » de la presse (qui donnera par la suite son nom au prix Pulitzer, prix américain remis dans différents domaines, notamment le journalisme) publia un article dans le *New York World* le 16 mars 1885, demandant à la population de contribuer financièrement à la finalisation de la Statue de la Liberté[3]. En six mois, il réussit à récolter plus de 100 000 Dollars auprès d'environ 125 000 citoyens américains, ce qui permit l'achèvement des travaux.

En 1958, John Cassavetes lance un appel au don lors d'une émission de radio. Le réalisateur souhaite faire un film sans avoir à se plier aux contraintes des studios de cinéma. Pour cela, il demande à chaque auditeur de lui envoyer 1 Dollar pour l'aider à concrétiser son projet. Les auditeurs lui envoient 2 000 Dollars, ce qui lui permet de faire ses premières prises de vue. Ce financement par la foule sera par la suite complété par un apport financier de la part de producteurs indépendants. Le film « Shadows » sortira en 1959[4].

Le principe du Crowdfunding en termes de mobilisation de la foule en vue de financer un projet commun est très ancien. Cependant, ces initiatives restent alors très ponctuelles, et il faut attendre les années 1990 pour voir l'émergence du Crowdfunding sous sa forme actuelle.

Les chercheurs s'accordent à attribuer le développement du Crowdfunding sous sa forme actuelle à l'évolution d'internet. Bessière et Stéphany (2014) expliquent que la mise en relation entre des membres de la foule et des porteurs de projets est facilitée par l'apparition de nouveaux canaux de communication, rapides et peu onéreux. La création de réseaux sociaux et l'évolution rapide d'internet ces dernières années ont permis le développement de ce mode de financement.

Un exemple célèbre de campagne de Crowdfunding via internet peut ici être cité : en 2008 aux Etats-Unis, le candidat démocrate à la Maison Blanche Barack Obama a en partie financé sa campagne présidentielle par un appel au don par internet. Il a pu par ce biais lever plus de 750

[3] Source : http://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm
[4] Source : http://www.cineclubdecaen.com/realisat/cassavetes/cassavetes.htm

Millions de Dollars auprès des américains, avec plus de la moitié des donations étant inférieures à 200 Dollars (Kappel, 2008).

Cependant, ce sont les années 1990 qui ont vu naître les premières expériences de Crowdfunding fondées sur l'utilisation d'internet :

- En 1997, le groupe de rock anglais Marillion a également fait appel à la foule sur internet afin de financer sa tournée aux Etats-Unis. Les membres du groupe ont ainsi pu récolter 60 000 Dollars de la part de leur fans (Hemer, 2011)
- En 1999, des botanistes français financent la création de *Tela Botanica*, portail d'échange sur la botanique, sous l'impulsion de chercheurs et de passionnés sur le sujet (Bessière et Stéphany, 2014)

Mais c'est au milieu des années 2000 que le Crowdfunding prend son envol. La première plateforme internet de ce type est lancée en 2005 : Kiva. Il s'agit d'une plateforme de micro-crédit qui vise à financer des projets dans les pays en voie de développement (Bessière et Stéphany, 2014). Suite à cette première création, Prosper est lancée en 2006, puis LendingClub en 2007, toutes deux dédiées aux prêts entre particulier aux Etats-Unis, ainsi que le site hollandais Sellaband (qui permet le financement d'albums de musique)

En 2008, Indiegogo, puis en 2009, Kickstarter sont créées. Ces deux plateformes sont actuellement les leaders mondiaux du Crowdfunding. Elles donnent naissance à une nouvelle forme de Crowdfunding : le « *Reward-Based Crowdfunding* ».

Parallèlement à cette nouvelle forme, l'*Equity-Crowdfunding*, qui permet le financement de projets entrepreneuriaux, émerge à partir de 2008, avec la création de Wiseed en France, ou encore de Crowdcube au Royaume-Uni en 2011.

Avec l'avènement d'internet, le Crowdfunding s'est rapidement développé, mais également complexifiée, par la création de nouvelles formes (*Reward-Based* ou *Equity-Crowdfunding*). Le tableau ci-dessous reprend les grandes étapes du développement du Crowdfunding à travers les âges :

Tableau 1 : Dates clés de l'évolution du Crowdfunding

Date	Evènement	
V^{ème} – IV^{ème} siècle av. J.-C.	Cités grecques : des appels aux dons et des souscriptions publiques sont lancées dans une optique de financement de projet	**Premiers exemples historiques assimilables à du *Crowdfunding***
1606	La « *Dutch East India Company* » émet des actions publiques souscrites afin de répartir les risques de voyages maritimes vers l'Orient	
1713	Alexander Pope finance par un appel aux dons la traduction de l'*Illiade* d'Homère	
Courant XVIII^{ème} siècle	Mozart et Beethoven financent leurs concerts et leurs publications de manuscrits via des souscriptions	
1885	Financement de la statue de la Liberté par Crowdfunding suite à un appel aux dons de Joseph Pullitzer	
1958	John Cassavetes finance en partie son film « Shadows » grâce aux dons reçus suite à un appel lors d'une émission de radio	
1997	Le groupe de Rock Marrillion lève 60 000 Dollars sur internet auprès de ses fans afin de financer leur tournée aux Etats-Unis	**Premières campagnes**
1999	Création du portail d'échanges *Tela Botanica* par microfinancements de la part de botanistes	
2005	Première plateforme de Crowdfunding : Kiva	**Développement des plateformes sous la**
2006-2007	Création d'autres plateformes : Prosper, LendingClub, Sellaband	
2008	Création de Wiseed en France et Indiegogo aux Etats-Unis	
2009	Lancement de Kickstarter	
2011	Crowdcube est créé au Royaume-Uni	

Le principe du Crowdfunding est historiquement ancien. Il s'est développé tout d'abord de manière sporadique, puis, suite à l'avènement d'internet, ce développement s'est fortement accentué pendant la dernière décennie, et notamment depuis 2008. Il s'est également accompagné d'une sophistication du phénomène, avec le développement de différentes formes

de Crowdfunding. Il apparait dès lors nécessaire de préciser les différentes formes de Crowdfunding existante à ce jour.

1.2. Les différentes formes de Crowdfunding

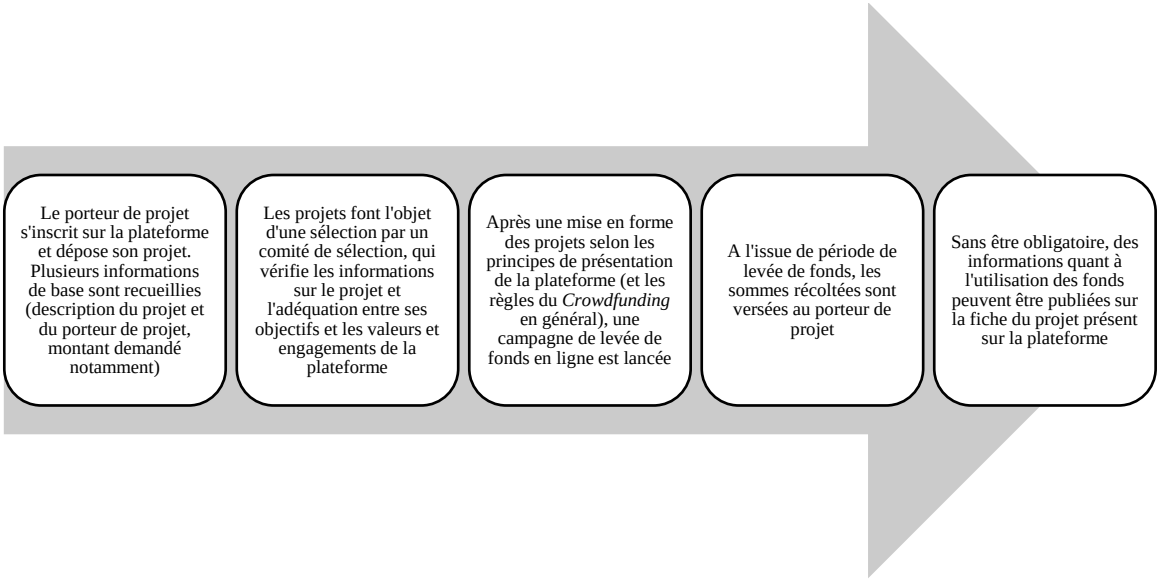
Il existe actuellement plusieurs formes de Crowdfunding. Plusieurs auteurs ont tenté de proposer des classifications de ces formes. Cependant, du fait du caractère récent et de la constante évolution du phénomène, ainsi que des critères de classification retenus par les auteurs, les auteurs sur le sujet ont présenté différentes classifications du Crowdfunding. Mais c'est la classification retenue par Massolution (2012), un organisme de recherche et de conseil en termes de solutions de *Crowdsourcing*, qui édite chaque année une étude sur l'état des lieux de l'industrie du Crowdfunding dans le monde, qui est reprise dans la grande majorité des études actuelles (Ahlers et al., 2015; Bessière et Stéphany, 2014; Cumming et Johan, 2016; Gierczak et al., 2016 pour les études les plus récentes reconnaissent tous cette classification). Les Etats ayant légiféré sur le Crowdfunding se fondent sur cette classification lors de la présentation des réformes en lien avec ce mode de financement (nous présenterons par la suite plus précisément ces réformes).

1.2.1. Le financement par don sans contrepartie : « Donation Based-Crowdfunding »

Cette première forme de Crowdfunding rappelle les origines historiques de ce mode de financement. En effet, aucune contrepartie n'est obtenue par le contributeur. Le projet est financé par don, de la même façon que pour le financement de la Statue de la Liberté ou celui du film « Shadows ». Il s'apparente aux campagnes de dons telles que le Téléthon ou le Sidaction, à la différence près que les campagnes de dons se font via des plateformes internet.

Concrètement, une campagne de financement par don sans contrepartie (dénommé « *Donation*-based Crowdfunding » dans les pays anglo-saxons) se déroule de la manière suivante :

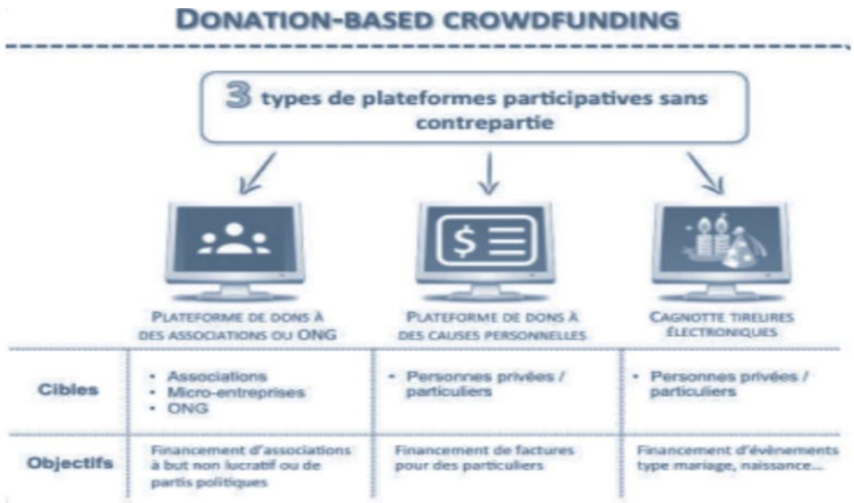
Schéma 1 : Les étapes d'une campagne de Crowdfunding par don sans contrepartie (Donation-Based Crowdfunding)



Source : Adapté de Bessière et Stéphany (2014)

Le financement de projets par ce biais n'impliquant aucune contrepartie, c'est ici la logique philanthropique qui guide les acteurs dans leur participation à la campagne. Plusieurs types de plateformes s'inscrivant dans cette démarche ont été identifiés par Bessière et Stéphany (2014), suivant leurs objectifs/missions :

Schéma 2 : Les types de plateformes de "Donation-Based Crowdfunding"



Source : Bessière et Stéphany (2014)

Les projets financés sur ces plateformes peuvent ainsi être de natures très diverses : humanitaires, sociales, éducatives, ou encore recherche médicale.

Les plateformes proposant la possibilité de créer des cagnottes ou tirelires électroniques ont pour objectif quant à elles le financement d'évènements ponctuels et personnels : constituer un « pot commun » pour financer un voyage, un mariage, une naissance. Le financement dans ce cas précis est souvent plus « fermé » : seuls les participants au voyage ou les invités du mariage contribuent à la cagnotte, contrairement à des projets à vocation humanitaire par exemple, où toute personne peut contribuer au financement.

Les plateformes qui proposent la mise en relation de porteurs de projet et de contributeurs via leur site internet servant de « vitrines » aux associations ou encore de moyen de communication entre les différentes parties prenantes au projet ont développé un *Business Model* afin d'assurer leur fonctionnement. La plateforme prélève un pourcentage des fonds levés pour un projet donné, et ce afin de couvrir les coûts liés au fonctionnement et au développement de la plateforme ainsi qu'à la sécurisation des transactions financières qui ont lieu sur la plateforme (ainsi que la gestion des cagnottes électroniques pour les plateformes adoptant ce principe).

Bessière et Stéphany (2014) élaborent une matrice (Canvas)[5] qui synthétise de manière claire le fonctionnement d'une plateforme de « *Donation-Based Crowdfunding* » :

Tableau 2: Matrice Canvas d'une plateforme de « Donation-Based Crowdfunding »

<table>
<tr>
<td rowspan="2">Partenaires clés

Systèmes de paiement
Organisations
Fondations
Partenariats publicitaires</td>
<td>Activités clés

Développement du marché
R&D sur la plateforme
Management et promotion de la plateforme</td>
<td rowspan="2">Propositions de valeur

Levée de fonds
Création de « fit » entre associations (ONG) et sponsors</td>
<td>Relations avec le client

Communauté

Réseaux sociaux</td>
<td rowspan="2">Segments de clientèle

ONG et Associations

Sponsors ou Crowders</td>
</tr>
<tr>
<td>Ressources clés
Réseaux sociaux
Partenaires</td>
<td>Canaux
Bouche à oreille
Réseaux sociaux
Partenaires</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="3">Structure de coûts

Coûts liés au développement et fonctionnement de la plateforme
Coûts liés aux transactions bancaires sécurisées (1,5 à 3,5 % des fonds levés)
Coûts liés au fonctionnement</td>
<td colspan="2">Flux de revenus

% sur les fonds levés (en moyenne 5 %)</td>
</tr>
</table>

Source : Bessière et Stéphany (2014)

Cette matrice est valable pour les campagnes de dons à des associations et à des ONG. Pour les plateformes pratiquant les cagnottes, une autre matrice a été élaborée par les auteurs, que nous avons choisi de ne pas retranscrire, du fait de la très forte proximité entre ces deux matrices (la

[5] Représentation visuelle d'un *Business Model*. Elle permet de visualiser simplement la manière dont une organisation créée, délivre ou recueille de la valeur

notion de réseaux personnels et de « clientèle » individuelle/privée remplaçant les mentions aux associations et ONG dans la matrice).

Si cette forme de Crowdfunding repose avant tout sur le caractère altruiste des membres qui y participe, Hemer (2011) note qu'une des caractéristiques de ce mode de financement est que le contributeur peut se voir offrir une récompense en remerciement de sa donation. Ces récompenses peuvent être immatérielles (mention de la personne dans les remerciements, invitation sur un plateau de tournage pour le financement d'un film par exemple), ou matérielles (T-shirts promotionnel ou de petits articles de faible valeur).

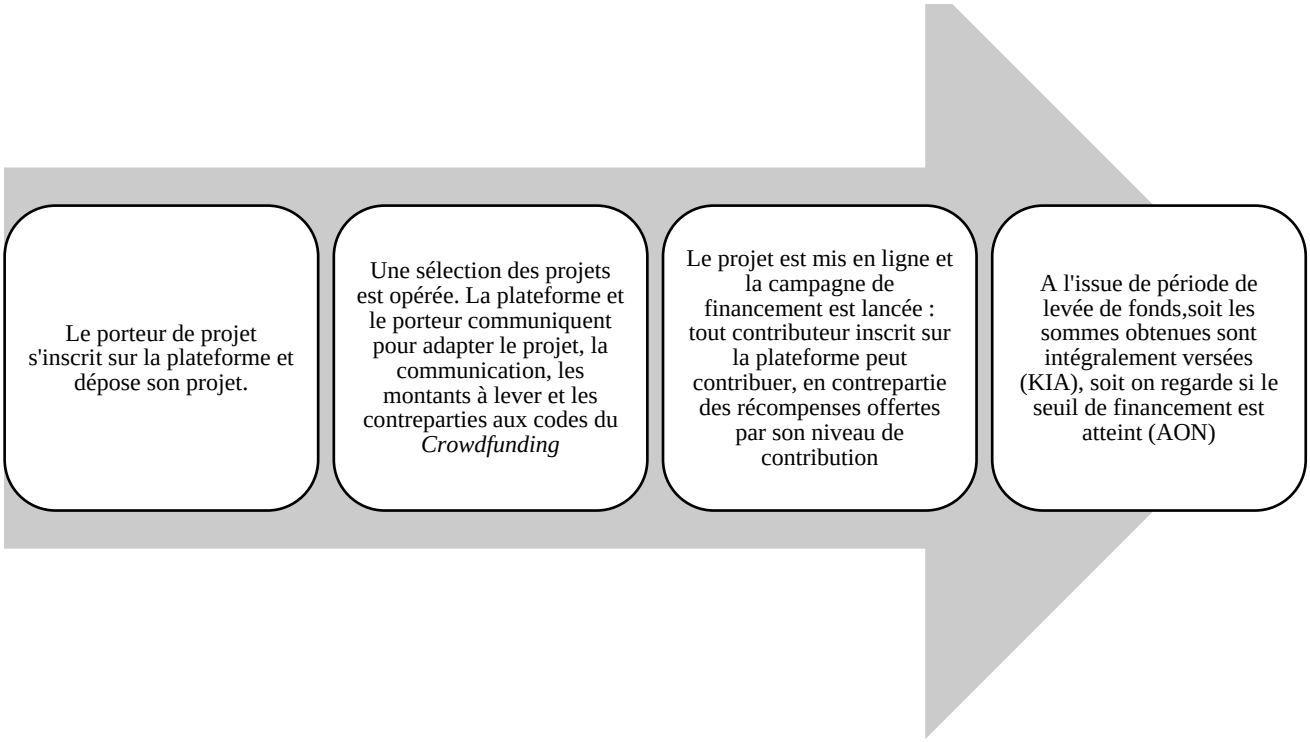
Si ces récompenses sont anecdotiques dans le « *Donation-Based Crowdfunding* », de nombreux contributeurs font un lien direct entre leur contribution et la récompense qui en découle (Hemer, 2011). Il s'agit dans ce cas d'une autre forme de *Crowdfunding*, le « *Reward-Based Crowdfunding* ».

1.2.2. Le financement de projet par don avec contrepartie : le « Reward-Based Crowdfunding »

Il s'agit de la forme de Crowdfunding la plus développée et médiatique à l'heure actuelle. On peut citer ici les plateformes Kickstarter et Indiegogo qui sont les leaders mondiaux du Crowdfunding, toute forme de financement confondues.

Le fonctionnement d'une campagne de financement reste sensiblement le même que pour le « *Donation-Based Crowdfunding* ». Celui-ci peut être schématisé de la manière suivante :

Schéma 3 : Les étapes d'une campagne de financement par don avec contrepartie ("Reward-Based Crowdfunding")



Source : Adapté de Bessière et Stéphany (2014)

Une des particularités de ce modèle réside en l'issue de la campagne. Deux cas de figure, qui correspondent à deux types de plateformes, peuvent se présenter :

- Les sommes qui ont été obtenues lors de la campagne sont intégralement versées au porteur de projet. On se retrouve alors dans le même cas que pour une campagne de « *Donation-Based Crowdfunding* » avec un fonctionnement de type KIA (« *Keep It All* »)
- Le montant total des versements est observé. Si ce montant est supérieur ou égal à celui fixé entre la plateforme et le porteur de projet, l'intégralité des sommes est versée à ce dernier. Dans le cas contraire, aucun versement n'est effectué, la campagne est considérée être un échec, et chaque contributeur est remboursé. Il s'agit d'un fonctionnement de type AON (« *All or nothing* »)

Ces deux modes de fonctionnement n'ont pas le même impact sur le risque encouru par le porteur de projet. En effet, pour un projet de type AON, si le seuil minimum afin de valider la campagne n'est pas atteint, alors les efforts du porteur de projet en termes de temps et de coûts de la campagne (la communication et les différents échanges avec les contributeurs ont un coût)

auront été vains. A contrario, si le risque encouru par le porteur de projet est plus élevé dans une campagne fonctionnant sur le principe AON, Cumming et al. (2014) soulignent que le recours à ce modèle peut agir comme un signal à la foule. Les entrepreneurs ne s'engageraient dans le projet que si les fonds suffisants sont levés, ce qui réduirait le risque pour la foule que des projets sous-capitalisés soient entrepris. Pour ces auteurs, le choix du modèle KIA offre moins de risques pour l'entrepreneur, mais également des retours moins élevés (la probabilité d'obtenir les fonds demandés est plus faible), alors que l'adoption du mode AON pour une campagne est plus risquée, mais les chances d'obtenir les fonds demandés seraient plus élevées. Une attention particulière doit donc être portée quant au choix de lancer une campagne reposant sur le mode AON ou KIA.

Une autre spécificité du « *Reward-Based Crowdfunding* » réside dans son système de contreparties. Ces dernières sont échelonnées en fonction du montant du don. Concrètement, plus une personne contribue au projet, plus sa contrepartie sera conséquente. Les projets à financer déterminent la nature de leur contrepartie et le montant qui leur est associé.

Pour plus de clarté, nous avons récupéré un exemple de « tableau des récompenses » d'un projet actuellement en cours de financement sur la plateforme Kickstarter :

Figure 1 : Exemple de tableau des récompenses



Source : https://www.kickstarter.com/projects/ysnet/shenmue-3/description

Il s'agit ici d'une campagne de financement d'un jeu vidéo intitulé « Shenmue 3 ». En ligne se trouve la liste des récompenses (copie physique du jeu ou encore obtention d'un « *Art Book* [6]» du jeu par exemple), et en colonne les montants des contributions débloquant ces récompenses.

[6] Il s'agit d'un recueil d'images, de visuels artistiques. Dans le cadre de notre exemple, il peut s'agir de croquis, de dessins des différents personnages et environnements qui ont été imaginés par les développeurs pour créer le jeu vidéo

Par exemple, un contributeur qui aura donné 5 Dollars pour financer le projet aura accès aux différentes présentations vidéos en direct sur l'état de développement du jeu ou sur des questions/réponses avec les développeurs ; une personne qui aura financé le jeu à hauteur de 50 Dollars aura droit à une copie digitale du jeu une fois celui-ci sorti, en plus de la récompense du pallier précédent (les récompenses des paliers inférieurs étant d'emblée débloquées), mais sans avoir droit à une copie physique du jeu (qui aurait été obtenue pour un don d'un montant minimum de 60 Dollars).

Comme nous pouvons le voir dans cet exemple, une des récompenses offertes lors de cette campagne de Crowdfunding est l'obtention d'une copie du jeu. Cela peut s'apparenter à un mécanisme de prévente ou de précommande du produit/service final. Il s'agit ici d'une caractéristique propre à ce mode de financement, qui offre l'avantage de réduire le manque de ressources financières auquel font face les entreprises lors de leur création (Frydrych et al., 2014). Pour ces mêmes auteurs, c'est également une technique de gestion du capital à bas coût qui permet de soutenir la croissance organique de l'entreprise. Si le recours à des précommandes peut offrir d'autres avantages, des risques y sont également associés, que nous détaillerons plus précisément par la suite.

Ce principe de contreparties ne se limite pas à l'accès au produit ou à différentes « bonus ». En effet, les plateformes de *Reward-Based Crowdfunding* peuvent également proposer aux contributeurs de faire du « *sponsoring* » : il s'agit de contribuer à une opération de communication publicitaire. Différentes contreparties sont proposées, qui permettent ainsi de classer une opération de « *sponsoring* » dans le segment du *Reward-Based Crowdfunding*.

Ainsi, le *Reward-Based Crowdfunding* apparait comme un mode de financement adapté à de nombreux types de projets :

- Des projets culturels : ces projets peuvent être de nature très variée, du financement d'œuvres cinématographique ou d'album de musique, à des projets d'édition d'ouvrages ou journalistiques, en passant par la rénovation de monuments historiques
- Des projets entrepreneuriaux : cela vaut pour les créations d'entreprise de produits comme de services, et dans des secteurs très hétérogènes

Du fait de la grande diversité des projets à financer, on peut observer une grande hétérogénéité au niveau des plateformes. Bessière et Stéphany (2014) distinguent quatre types de plateformes :

- Des plateformes généralistes (Ulule, KissKissBangBang en France, Kickstarter aux Etats-Unis par exemple)
- Des plateformes spécialisées dans un secteur d'activité (Foodraising pour des projets de création de restaurant, bar, brasserie, etc… ou encore Fundovino pour des projets autour de la thématique du vin et de la vigne – vignerons, cavistes mais aussi livres sur le thème du vin –)
- Des plateformes pour le financement de projets sur un territoire spécifique (Pocpoc pour l'île de la Réunion ou Kengo pour la Bretagne par exemple)
- Des plateformes spécialisées dans un produit donné (Sponsoriz qui permet de trouver des sponsors par exemple)

Concernant le modèle économique d'une plateforme de « *Reward-Based Crowdfunding* », celui-ci est semblable aux autres types de plateformes. La plateforme prélève un pourcentage sur les fonds effectivement levés (si le seuil de financement n'est pas atteint – valable dans le cas d'une campagne de type AON – aucun frais n'est prélevé). Un équilibre doit être trouvé par les plateformes entre le volume de projets en campagne et la qualité de ceux-ci, afin de maximiser le nombre de campagnes validées. Des revenus complémentaires peuvent être obtenus par des publicités ou par des activités dites de *Crowdsupply* : organisation des préventes, création de catalogues de produits financés par exemple.

De nouveau, nous reprenons la matrice élaborée par Bessière et Stéphany (2014) afin de synthétiser le principe de fonctionnement d'une plateforme de « *Reward-Based Crowdfunding* » :

Tableau 3: Matrice Canvas d'une plateforme de "Reward-Based Crowdfunding"

<table>
<tr>
<td rowspan="2">Partenaires clés

Services
de paiements
Partenariats
commerciaux
Mentors</td>
<td>Activités clés

Développement
du marché
Développement
de la plateforme
Management et
promotion de la
plateforme</td>
<td rowspan="2">Propositions
de valeur

Levée de fonds
Création de « fit »
entre créateur
et sponsor
Crowdsourcing
financiarisé
Crowdsupply</td>
<td>Relations
avec le client

Communauté
Co-création
Réseaux sociaux</td>
<td rowspan="2">Segments
de clientèle

Créateur
de projet
Sponsors
ou Crowders</td>
</tr>
<tr>
<td>Ressources clés

Réseaux sociaux
Partenaires</td>
<td>Canaux

Plateformes de
crowdfunding
Bouche à oreille
Réseaux sociaux
Partenaires</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2">Structure de coûts

Coûts liés au développement de la plateforme
Coûts liés aux transactions bancaires sécurisées
Coûts liés au fonctionnement</td>
<td colspan="3">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 crowdsupply</td>
</tr>
</table>

Source : Bessière et Stéphany (2014)

1.2.3. Le financement de projet par prêt : le « Crowdlending »

Encore appelé « *lending-based crowdfunding* » ou « *peer-to-peer lending* », est le secteur le plus dynamique du *Crowdfunding*. Massolution (2015), entreprise de recherche et de conseil spécialisée dans les solutions de *Crowdsourcing*, a publié ces dernières années plusieurs rapports concernant l'état de l'industrie du *Crowdfunding* dans le monde. Selon ce rapport, le *Crowdlending* aurait levé 11,08 Milliards de Dollars en 2014 dans le monde (soit plus de 68% du total des financements par *Crowdfunding*, toutes formes confondues). Les projections faites lors de cette étude prévoient un montant total pour 2015 de 25,1 Milliards de Dollars de fonds levés par ce biais, soit une croissance de 126% en 1 an, ce qui correspond au rythme de croissance du *Crowdfunding* ces dernières années.

L'essor de ces plateformes de prêts participatifs est notamment dû à la remise en cause du monopole des banques en termes d'octroi de crédit. En France par exemple, le Code Monétaire et Financier, dans son article L511-5, stipule que :

> « *Il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit ou une société de financement d'effectuer des opérations de crédit à titre habituel.*
>
> *Il est, en outre, interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit de recevoir à titre habituel des fonds remboursables du public ou de fournir des services bancaires de paiement.* »

La crise financière de 2008 a conduit petit à petit à une remise en cause de ce monopole bancaire. Les autorités de régulation ont peu à peu assoupli les règles concernant l'octroi de crédit (nous aborderons plus en détail les aspects réglementaires du *Crowdfunding* dans une prochaine partie).

Les plateformes de *Crowdlending* telles que nous les connaissons à l'heure actuelle permettent à des particuliers de financer des projets en plaçant leur épargne sous la forme d'un prêt. Les prêts octroyés via ces plateformes peuvent être :

- Des prêts non-rémunérés
- Des prêts rémunérés

Ces prêts visent à financer des projets très hétérogènes, mais également différents acteurs. Ainsi, il existe actuellement trois types de plateformes de *Crowdlending* (Bessière et Stéphany, 2014):

- Des plateformes de prêts solidaires

- Des plateformes de prêts aux particuliers
- Des plateformes de prêts aux entreprises

1.3. Le marché du Crowdfunding

Le marché du Crowdfunding sous sa forme actuelle est un marché récent, en pleine expansion. De nouvelles formes se sont développées, comme nous l'avons expliqué précédemment. De plus, l'exposition médiatique dont il a bénéficié a suscité un intérêt grandissant pour l'ensemble des acteurs, que ce soit pour des porteurs de projet et pour des contributeurs, mais également pour des gestionnaires ou entrepreneurs qui ont vu l'opportunité de créer une plateforme de *Crowdfunding*. Nous proposons dans cette section de dresser un état des lieux du marché du *Crowdfunding*.

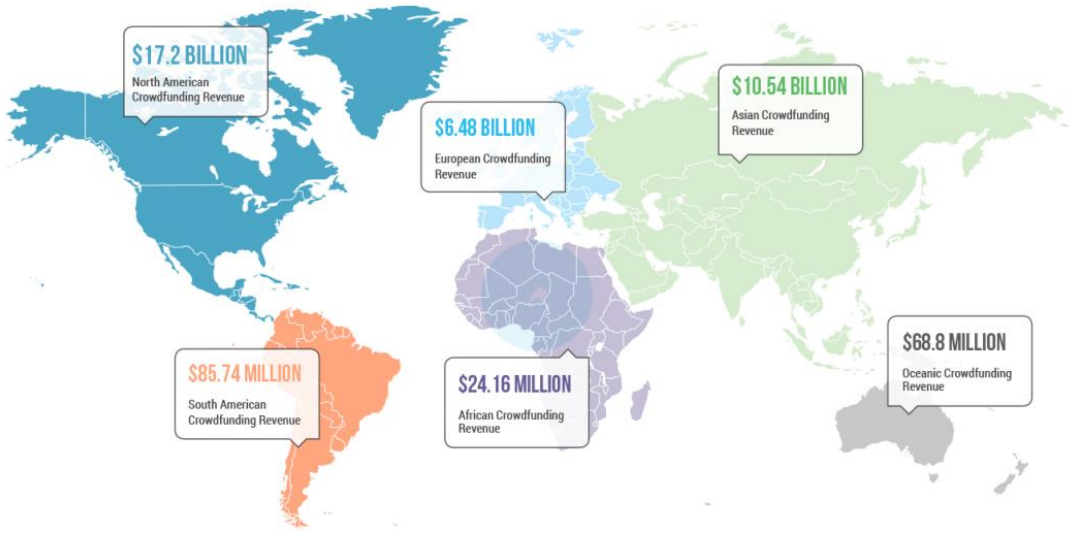
1.3.1. Le marché du Crowdfunding dans le monde

Selon les derniers chiffres en date[7], le Crowdfunding a levé en 2017 plus de 34 Milliards de Dollars, répartis comme suit :

- 25 Milliards de prêts (rémunérés ou non)
- 5,5 Milliards de dons (avec ou sans contrepartie)
- 2,5 Milliards en Equity

En ce qui concerne la répartition géographique, elle se présente ainsi :

Schéma 4 : Répartition des volumes levés dans le monde



[7] https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/

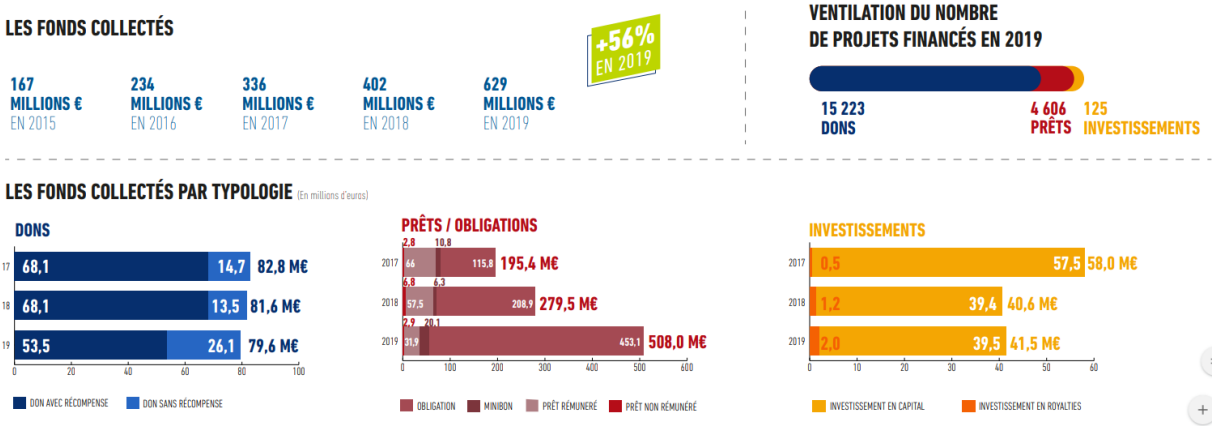
A noter que des projections prévoient une multiplication par 3 des montants levés d'ici 5 ans, démontrant ainsi l'intérêt grandissant pour cette forme de financement.

1.3.2. Le marché du Crowdfunding en France

Un baromètre de la finance participative est régulièrement publié par Financement Participative France, une association regroupant un ensemble de professionnels du Crowdfunding.

Le dernier baromètre[8] met en évidence une forte évolution des montants levés par la finance alternative en France :

Schéma 5 : Evolution des fonds collectés en France



La répartition des montants levés par types de fonds collectés est similaire aux chiffres mondiaux, l'immense majorité des fonds collectés ayant traits à du Crowlending, suivi des plateformes de dons, puis des plateformes d'ECF.

Cette expansion rapide de ce mode de financement s'est accompagnée d'une mise en place de différentes réglementations par les Etats afin d'encadrer ce phénomène. Nous nous proposons dès lors de faire une synthèse de ces dernières dans le point suivant.

1.4. Les réglementations actuelles en matière de Crowdfunding

Sous l'impulsion des Etats-Unis, puis suite à la signature du *Jumpstart Our Business Startups Act* , ou Jobs Act, en 2012, favorisant l'accès au capital des starts ups, et mettant l'accent sur la protection des investisseurs, et de ce fait des investisseurs en ECF, de nombreux Etats ont mis en place des réglementations sur l'activité de Crowdfunding.

[8] Disponible ici :https://financeparticipative.org/wp-content/uploads/2020/02/BAROMETRE-CROWDFUNDING_2019_MAZARS-FPF.pdf

Parmi ces Etats, la France fait office de précurseur. Dans le cadre de la Loi sur la simplification de la vie des entreprises de 2014, des ordonnances ont structuré le Crowdfunding[9]. Différents statuts ont été créés afin de réglementer les plateformes, notamment :

- Pour l'ECF : création d'un statut de Conseiller en Investissement Participatif (CIP) : les plateformes veillent à avertir les usagers sur les risques de l'ECF, réalisent des *Due Diligence*, fournissent toutes les informations nécessaires à la prise de décision notamment. Elles doivent être immatriculées à l'ORIAS (association sous tutelle de la Direction du Trésor chargée de tenir à jour un registre unique des intermédiaires en banque, finance, assurance, et, par extension, des plateformes de CF). Les plateformes ayant ce statut peuvent proposer certains titres financiers dans la limite de 2,5 Millions d'Euros (au-delà, elles doivent fournir un « prospectus » qui sera visé par l'Autorité des Marchés Financiers)
- Pour le CF fondé sur les prêts (ou Crowdlending) : création d'un statut d'Intermédiaire en Financement Participatif (IFP) mettant ainsi fin au monopole des banques en matière de prêt : un entrepreneur pourra emprunter jusqu'à 1 Million d'Euros via le CF. Les contributeurs pourront prêter de 1 000€ (avec intérêts) à 4 000€ (sans intérêts) par projet. De nouveau, la plateforme devra prévenir les contributeurs des risques liés à cette opération de prêt. De nouveau, c'est l'ORIAS qui délivre ce statut, et les IFP doivent souscrire une assurance en responsabilité civile professionnelle
- Pour le CF fondé sur les dons : Depuis le 1er mars 2017, ces plateformes ont également l'obligation d'être immatriculées au registre unique géré par l'ORIAS en tant qu'IFP (cela n'était pas obligatoire avant cette date), et doivent ainsi répondre aux mêmes obligations que les plateformes de prêts

Enfin, il est à noter que le Parlement européen a adopté fin 2019 une réglementation unique s'appliquant aux plateformes de financement participatif, par la création du statut de *European Crowdfunding Service Providers* (ESCP). Les principaux éléments liés à ce statut sont les suivants :

- Ce statut est obligatoire pour les plateformes de prêts et d'equity. Les plateformes de dons ne sont pas concernées
- Mise en place d'un seuil unique de 5 Millions d'Euros par émetteur sur 12 mois glissants

[9] Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif. A consulter sur http://legifrance.gouv.fr/eli/decret/2014/9/16/2014-1053/jo/texte

- Distinction entre investisseurs : les investisseurs identifiés comme « non sophistiqués » seront soumis à un test de connaissance et seront alertés sur les risques du CF. Ces investisseurs ne pourront pas financer un projet au-delà de 1 000€ ou de 5% de leurs actifs
- Dans un souci de transparence de l'information, les plateformes ayant le statuts ESCP devront fournir un KIID (« *key investment information sheet* » : document résumant les principales informations sur un projet à financer) 7 jours avant la mise en ligne d'un projet

Ce statut unique a pour objectif de faciliter les opérations de financement inter-pays au sein de l'Union Européenne.

2. L'Equity-Crowdfunding : nouvel acteur du « seed capital »

2.1. Place de l'Equity-Crowdfunding dans la chaîne de financement des entreprises

Cette forme de Crowdfunding, encore appelée « *Crowdinvesting* » ou « *Investment-based Crowdfunding* » (Hornuf et Schwienbacher, 2014) permet à un contributeur de devenir actionnaire d'une entreprise.

Les entreprises financées sont en règle générale des start-ups. Ce terme anglo-saxon désigne des entreprises en phase de création, ayant un fort potentiel de croissance. En France, ces entreprises sont dénommées PME[10] innovantes, ou encore Jeune Entreprise Innovante. Ce dernier terme renvoie à un statut juridique qui a été créé pour des PME réalisant des projets de recherche et développement dans différents secteurs d'activité. Ce statut peut être obtenu en remplissant un certain nombre de conditions, et il ouvre droit à des allègements fiscaux et à des exonérations sociales[11].

L'Equity-Crowdfunding (dénommé ci-après ECF) a pour vocation première de financer ce type d'entreprises, et vise à répondre à une problématique de financement que rencontrent ces dernières.

[10] Petites et Moyennes Entreprises
[11] L'ensemble des conditions à remplir pour obtenir le statut de JEI en France, ainsi que les avantages qui en découlent, peuvent être consultés sur le site du Ministère de l'Education Nationale, de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche : http://www.enseignementsup-recherche.gouv.fr/cid5738/le-statut-de-la-jeune-entreprise-innovante-jei.html

En effet, les jeunes entreprises peinent à financer leur développement par la mobilisation de ressources internes ou par endettement bancaire (Mason et Harrison, 1995). Elles doivent ainsi se tourner vers des financeurs externes.

Schwienbacher et Larralde (2010) présentent les différents acteurs qui peuvent intervenir dans le financement d'une entreprise :

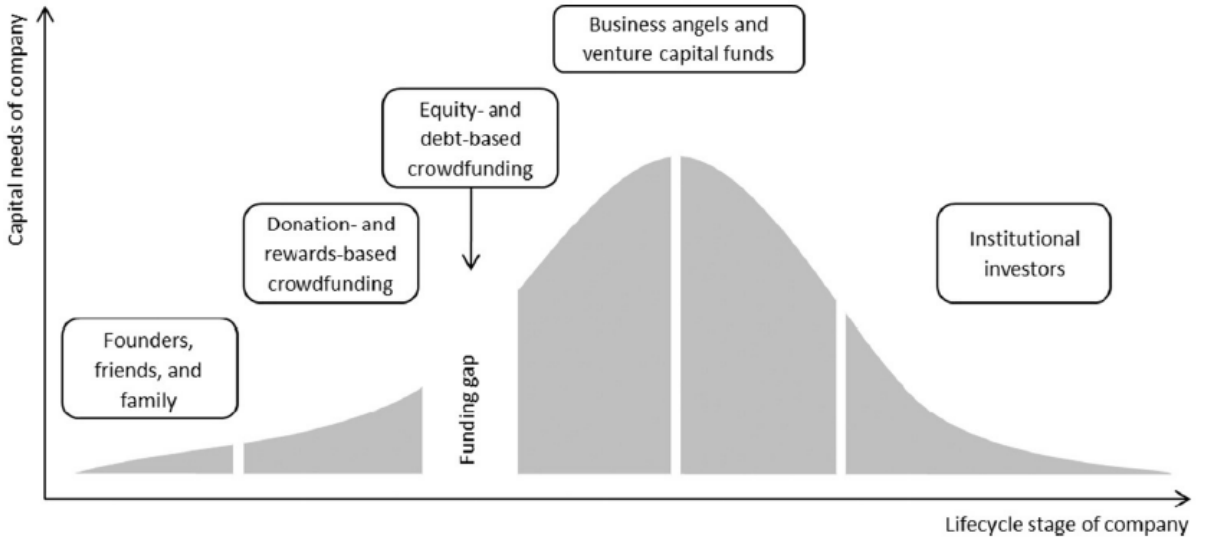
Tableau 4: Les différents acteurs du financement d'une entreprise

Investisseur	Description
Entrepreneur	L'entrepreneur investit sa fortune personnelle ou l'argent qu'il a obtenu par un prêt personnel dans l'entreprise
Famille et Amis (*« Love Money »*)	Les amis et la famille peuvent aider l'entrepreneur en investissant dans l'entreprise
Business Angels	Ce sont des personnes fortunées qui investissent une partie de leur fortune dans des start-ups
Capital-Investissement	Investisseurs spécialisés qui recueillent l'argent d'investisseurs non spécialisés pour le placer dans des projets d'entreprise (pour une durée de 5 à 7 ans)
Autres entreprises	D'autres entreprises peuvent investir dans un projet qui revêt un intérêt stratégique pour elles
Marchés financiers	Lors d'une introduction en bourse (IPO) ou lorsque l'entreprise est cotée sur un marché, les acteurs des marchés financiers peuvent investir dans une entreprise

Ces acteurs sont mobilisés à différents stades de vie de l'entreprise. Mais malgré ces différentes sources de financement, il existe encore un manque, appelé « *Equity Gap* » (Mason et Harrison, 1995).

L'ECF s'inclut ainsi dans une logique de combler le « trou » dans la chaîne de financement. Lukkarinen et al. (2016) schématisent cette chaîne de financement :

Schéma 6: Chaîne de financement des entreprises



L'ECF intervient ainsi dans les premières phases de développement d'une entreprise, appelé « *seed capital* ». Il s'agit donc d'un lieu de rencontre entre demandeurs (entrepreneurs) et fournisseurs (investisseurs) de capitaux.

Cependant, le financement par ECF fait intervenir un troisième acteur qui joue le rôle d'intermédiaire entre investisseurs et entrepreneurs : la plateforme. Si elle peut être vue comme une simple « place de marché » du financement du « *seed capital* », ses fonctions sont toutefois plus étendues, et elle joue un rôle dans la réduction des risques liés à l'opération de financement.

Cette notion de risque de l'opération est centrale dans le financement des entreprises en phase de démarrage, du fait des caractéristiques mêmes de ces entreprises.

2.2. Le financement des entreprises en phase de démarrage : une décision d'investissement risquée

Les entreprises financées par le « seed capital » sont de jeunes entreprises privées généralement créées autour d'une stratégie d'innovation, avec des objectifs de croissance et de performance à long terme (Matthews et Scott, 1995). Du fait de leur jeune âge, elles n'ont pas d'historique de performance.

Elles présentent ainsi un haut degré de risque. Et ce pour plusieurs raisons.

2.2.1. Origines du risque : asymétrie d'information et connaissance

Tout d'abord, dans entreprise en phase de démarrage, le fondateur assure initialement à la fois le rôle de dirigeant et celui de propriétaire principal (Jensen et Meckling, 1976).

Dans le cadre de l'ouverture du capital à des investisseurs externes, la concentration des rôles du fondateur peut être perçue comme une source de risque. En effet, dans ces entreprises, le fondateur est au centre du déploiement de la stratégie et de la prise de décision. Le projet entrepreneurial est ainsi initialement dépendant de l'aversion au risque de l'entrepreneur dans la prise de décision, mais également des motivations à entreprendre de ce dernier, qui, au-delà des aspects financiers, peut poursuivre d'autres objectifs, tels la volonté d'indépendance, le plaisir d'entreprendre, le besoin de reconnaissance sociale, le sentiment de « responsabilité sociale » envers la Société (Blais et Toulouse, 1990; Germak and Robinson, 2014; Langan-Fox et Roth, 1995). Ces différentes caractéristiques peuvent devenir une source de conflits d'intérêts avec un apporteur de capitaux externes, les objectifs et intérêts de ces derniers pouvant diverger de ceux du fondateur (Bonnet et Wirtz, 2011).

Ensuite, l'asymétrie d'information est très élevée dans ces entreprises. Cette asymétrie suppose que le « l'agent » (le dirigeant) possède des informations, notamment sur la qualité du projet, que « le principal » (l'actionnaire) n'a pas. Cette situation est exacerbées dans le cadre des entreprises en phase de démarrage. Elles n'ont pas d'historique, l'information n'est pas publique, et le caractère innovant du projet peut amener également l'entrepreneur à ne pas divulguer certaines informations pour limiter les risques de plagiat (Berger et Udell, 1998; Cumming, Vanacker, et al., 2019). Le caractère innovant de l'entreprise étant également dépendant des connaissances et compétences spécifiques de l'entrepreneur, celui-ci pourrait également être incité à ne pas divulguer toutes les informations afin d'échapper au contrôle des investisseurs, et ainsi adpoter une stratégie d'enracinement, le rendant irremplaçable (Charreaux, 2005a). Il se peut également que cette asymétrie ne soit pas volontaire mais due à l'incapacité de l'entrepreneur à communiquer autour de son projet (Audretsch et al., 2014).

Enfin, au-delà de l'asymétrie d'information, ces entreprises sont également caractérisées par une asymétrie de connaissances (Bonnet et Wirtz, 2011). Chaque individu possède son propre schéma mental, son propre processus d'interprétation, qui dépend des connaissances et compétences de chacun. Le caractère innovant étant central dans nombre d'entreprises financées par les acteurs du « *seed capital* », seuls des investisseurs ayant des connaissances et compétences proches de l'entrepreneur seraient capables de comprendre les enjeux stratégiques du projet entrepreneurial. Plus que l'accès à l'information, ce serait la compréhension de cette dernière qui serait déterminante pour réduire les risques autour du projet. Cela est d'autant plus vrai que des études ont montré que les entrepreneurs peuvent parfois être trop optimistes quant

à la valeur de son produit, à la taille du marché, ou aux perspectives de développement (Bessière and Stéphany, 2014; Signori and Vismara, 2016).

Les entreprises financées par les acteurs du « *seed capital* » sont, comme nous l'avons vu, caractérisées par de fortes asymétries d'information du fait du caractère privé de l'information et de la concentration des rôles du fondateur, mais également en raison d'une asymétrie de connaissances.

La présence d'asymétrie d'information et de connaissances dans une situation de financement induit différents risques pour l'investisseur, que nous nous proposons de présenter succinctement.

2.2.2. Conséquences de l'asymétrie d'information : les risques d'agence

Comme nous l'avons expliqué précédemment, l'origine des risques liés au financement des jeunes entreprises provient principalement de situations d'asymétrie d'information et de connaissance. L'entrepreneur étant initialement le seul détenteur des connaissances et des informations relatives à son projet, l'ouverture du capital induit plusieurs risques à prendre en compte pour l'investisseur potentiel.

- Un risque de sélection adverse : ce risque, présenté par Akerlof (1970), se traduit par l'impossibilité pour un agent (l'investisseur potentiel) de connaitre l'ensemble des caractéristiques d'un produit (ici, la qualité du projet entrepreneurial) du fait d'une information imparfaite, ce qui pourrait conduire l'investisseur à sélectionner des projets de « mauvaise qualité ». Il s'agit ainsi pour un investisseur potentiel d'obtenir un maximum d'information afin de limiter ce risque. Comme nous l'avons expliqué précédemment, la concentration des rôles du fondateur et le caractère privée de la jeune entreprise contribuent à augmenter ce risque, comparativement à une entreprise cotée par exemple, où l'information est publiquement disponible
- Un risque d'aléa moral : dans la phase de suivi de l'investissement, l'aléa moral découle d'un risque de comportement opportuniste de la part du dirigeant. Le dirigeant ayant accès à une information privilégiée, il peut mener des « actions cachées » allant à l'encontre des intérêts du principal (les actionnaires). L'investisseur peut ainsi éprouver des difficultés à contrôler l'action des dirigeants, ou à observer son comportement, et de ce fait à juger si ce dernier est opportuniste ou non. De nouveau, dans les jeunes entreprises, la concentration des rôles du fondateur, et les objectifs de ce dernier

(motivations non financières) peuvent engendrer des conflits d'intérêt, accentuant ce risque d'aléa moral

L'existence d'une asymétrie d'information induisant des risques d'agence dans le cadre du financement d'une jeune entreprise ont conduit les chercheurs à identifier les mécanismes de réduction de l'incertitude et de l'asymétrie d'information.

2.2.3. Les mécanismes de réduction des risques

Le financement d'une jeune entreprise implique dans un premier temps de résoudre la problématique de risque de sélection adverse.

Pour ce faire, les acteurs « historiques » du financement en fonds propres des jeunes entreprises mettent en place des processus de sélection et d'évaluation des dossiers.

La littérature met en évidence que les investisseurs s'appuient principalement sur l'originalité du projet, l'attractivité du marché, le profil du fondateur ou de l'équipe de direction, ou encore les perspectives de sorties de l'investissement (Mason et Stark, 2004; Van Osnabrugge, 2000; Van Osnabrugge et Robinson, 2000). La plupart de ces informations sont observables dans le *Business Plan* fourni par le porteur de projet. Cependant, la seule analyse de ces informations ne permet pas de réduire de façon efficace l'incertitude. Dans une entreprise en phase de démarrage, le *Business Plan* n'est pas encore figé, et n'est fondé que sur les projections de l'entrepreneur, et sur ce qu'il souhaite voir pour son projet. Or, comme nous l'avons expliqué précédemment, il peut y avoir un excès d'optimisme de la part du fondateur.

Les investisseurs ont donc recours à des sources externes pour évaluer le projet, et notamment à travers leurs réseaux (Lin, 1999; Mason et Harrison, 1997). Pour ces investisseurs, leur réseau est généralement considéré comme une meilleure source d'information sur la qualité du projet et de l'entrepreneur, ce qui leur permet de réduire les risques liés à l'asymétrie d'information qui peut caractériser la relation entre l'investisseur et le porteur de projet.

Ces mécanismes de recherche d'information ont pour but d'établir des critères de sélection objectifs. Mais la littérature a également mis en évidence des critères plus subjectifs de l'évaluation des projets entrepreneuriaux, et plus précisément sur le porteur de projet.

Notamment, la qualité de la présentation du projet est déterminente. Les investisseurs ont tendance à investir dans des projets dont ils comprennent rapidement les enjeux, dans lesquels ils perçoivent une forme de passion et d'enthousiasme de la part du porteur de projet (Cardon et al., 2009; Chen et al., 2009; Mitteness et al., 2012). La structure du *Business Plan* peut

également constituer un critère subjectif. Si les différentes dimensions du projet sont clairement identifiées et présentées, cela peut traduire le bon degré de préparation du porteur de projet (Chen et al., 2009).

L'ensemble de ces éléments met en exergue l'importance des échanges entre investisseur et entrepreneur dans la réduction de l'incertitude, et ainsi l'émergence d'une collaboration entre les deux acteurs. Or, cela nécessite que ces échanges aient pu contribuer à instaurer une relation de confiance.

De nombreuses études ont montré les effets de la confiance (ou du manque de confiance) sur les prises de décisions d'investissement (Bottazzi et al., 2016; Guiso et al., 2008; Zucker, 1986).

Scarbrough et al. (2013) met ainsi en évidence l'importance des réseaux (de l'entrepreneur et de l'investisseur), du processus de *Due Diligence*, de la capacité à collaborer et de la qualité des échanges d'information comme des facteurs de confiance.

Les phases de sélection et d'évaluation des projets sont ainsi caractérisées par la recherche d'informations objectives et subjectives visant à instaurer une relation de confiance entre les parties prenantes, réduisant l'incertitude et conditionnant l'investissement.

Si cette première étape de la relation investisseur-dirigeant permet de réduire le risque de sélection adverse, elle peut également avoir un effet sur le risque d'aléa moral.

Ce risque, que nous avons décrit précédemment, s'appuie sur une hypothèse de comportement opportuniste du dirigeant, qui peut prendre des décisions allant à l'encontre des investisseurs. Ce risque est d'autant plus accru dans le financement du « *seed capital* » que le dirigeant est le fondateur du projet, et possède une part significative du capital. Il peut ainsi poursuivre des finalités différentes de celles d'investisseurs externes, engendrant des conflits d'intérêts. Pour pallier à ce risque, deux visions s'opposent, qui ont toutes les deux traits à ce que l'on appelle la « gouvernance d'entreprise ».

Dans une vision « traditionnelle » de la gouvernance d'entreprise, définie par Charreaux, (1997) comme « *l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire* », la réduction du risque d'aléa moral réside dans la mise en place de mécanismes de contrôle et d'incitation sur l'action du dirigeant. Pour cela, les investisseurs ont plusieurs moyens à leur disposition :

- La mise en place d'un financement par étape par lequel l'investisseur conditionne un financement supplémentaire à la réalisation d'objectifs (de rentabilité, de calendrier de mise sur le marché du produit par exemple)
- L'utilisation de titres financiers préférentiels (obligations convertibles, actions à dividendes prioritaires par exemple). Ces instruments financiers visent à attribuer en priorité une part des bénéfices aux détenteurs de ces titres. Ainsi, le dirigeant, qui, dans le cadre d'une jeune entreprise de type start-up, reste l'actionnaire principal, a intérêt à mener une gestion optimale de son entreprise . En effet, en cas d'insuffisance de résultats, seuls les détenteurs de titres préférentiels pourraient être « servis » à l'issue de la répartition des bénéfices.
- La présence au Conseil d'Administration de l'entreprise : le droit de vote sur les décisions stratégiques ou d'investissement constituent un moyen de contrôle
- Le recours au co-investissement : le fait d'engager différents types d'investisseurs sur un projet permet de mutualiser l'accompagnement financier, mais également de partager les risques ou d'améliorer le processus de suivi de l'investissement

La seconde vision de la gouvernance découle des caractéristiques des échanges investisseur-dirigeant exposées précédemment. L'instauration d'une relation de confiance entre les deux acteurs dépend d'éléments subjectifs. La prise de décision d'investissement est dépendante des compétences et connaissances de chaque individu, qui, par une compréhension mutuelle, ont pu entrer en relation. De ce fait, la relation entre porteur de projet et investisseur peut être vue comme un processus d'apprentissage continu visant à réduire l'asymétrie de connaissances. Lors du suivi de l'investissement, l'enjeu principal est de maintenir cette relation de confiance, et ainsi réduire le risque d'aléa moral. De nombreuses études ont montré que l'implication active des investisseurs et le partage mutuel de connaissances redéfinit la relation d'agence au sein d'une jeune entreprise, qui ne serait plus vu comme un simple « nœud de contrats » visant à contrôler « juridiquement » l'action du dirigeant, mais comme un « répertoire de connaissances » favorisant la création de valeur, et diminuant ainsi le risque d'aléa moral (Bonnet et Wirtz, 2011; Harrison et Mason, 1992; Madill et al., 2005)

L'ensemble de ces mécanismes de réduction de l'incertitude *ante* ou *post* est un enjeu majeur du financement du « *seed capital* ».

Cependant, l'émergence de l'ECF demande de revisiter ces questions au regard de ses spécificités.

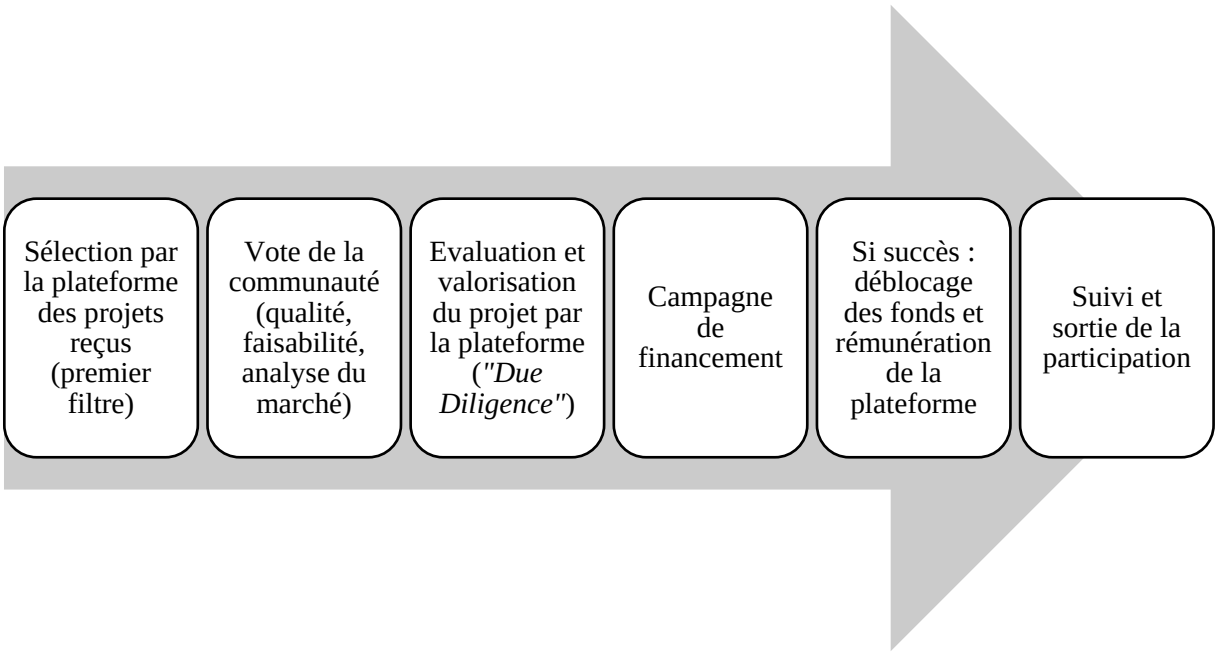
2.3. Mécanismes de réduction des risques de financement d'une entreprise en phase de démarrage : les spécificités de l'ECF

Les mécanismes de réduction de l'incertitude autour d'un projet en phase de démarrage sont similaires à plusieurs acteurs du « *seed capital* », à savoir les *Business Angels*, les Capitaux Investisseurs, et l'Equity-Crowdfunding. Cependant, ce dernier mode de financement présente plusieurs spécificités. Après avoir présenté le déroulement de la levée de fonds en ECF, nous étudierons les particularités des mécanismes de réduction des risques.

2.3.1. Déroulement d'une levée de fonds en ECF

Les différentes étapes du financement d'un projet par ECF peuvent être schématisées comme suit :

Schéma 7 : Processus d'une levée de fonds sur une plateforme d'ECF



Source : adapté de Bessière et Stéphany (2014) et de la présentation du processus de la plateforme française Wiseed.

Si le projet est retenu à l'issue de ces différentes étapes, il est mis en ligne sur la plateforme, et les contributeurs peuvent dès lors le financer. Il existe des tickets minimum (montant minimum de souscription) qui varient selon les plateformes. Pendant cette phase, les contributeurs ont accès au dossier de financement, regroupant un ensemble d'informations (documents financiers, statuts de l'entreprise, note d'information sur l'opération notamment), et peuvent échanger librement avec l'entrepreneur par message sur la page dédiée au projet.

Comme pour les plateformes de « *Reward-Based Crowdfunding* », un objectif de financement est fixé, en concertation entre la plateforme et l'entrepreneur. A l'issue de la période de levée de fonds, l'entreprise reçoit les sommes collectées si l'objectif de financement est atteint, aucune somme n'est versée dans le cas contraire (fonctionnement de type AON, comme indiqué précédemment). Ce principe est toutefois légèrement atténué dans le cadre de l'ECF. En effet, les plateformes fixent des seuils de financement à atteindre afin de valider la campagne. Ces seuils sont inférieurs aux objectifs affichés sur la page du projet. Concrètement, un porteur de projet peut être assuré d'obtenir les sommes promises dès lors que le seuil est atteint (par exemple, un projet demandant 1 Million d'Euros peut être assuré d'obtenir les fonds si le niveau de promesses d'investissement atteint 750 000 Euros). Bien que ces seuils existent, il apparait qu'une campagne d'ECF est risquée pour un entrepreneur, qui peut engager du temps et de l'argent dans la conduite d'une campagne qui se solderait par un échec.

Enfin, une fois la campagne validée, l'entrepreneur reçoit les fonds, et les différents contributeurs au projet deviennent actionnaires de l'entreprise. Un pacte d'actionnaires est ainsi signé entre les parties, pacte qui établit les termes de la relation entre les contributeurs et l'entrepreneur pendant la durée de l'investissement. Nous verrons par la suite plus en détail les différents éléments constituant le pacte d'actionnaires.

En termes de gestion de la participation, deux modèles existent à l'heure actuelle (Hemer, 2011) :

- Une gestion dite « en Holding » : les participations sont regroupées au sein d'une même structure, appelée Holding, qui aura pour mission :
    - De gérer ces participations, en assurant leur suivi par une présence d'un représentant de la Holding au sein des organes de décision de l'entreprise financée, qui a ainsi pour mission de faire valoir les intérêts de l'ensemble des contributeurs
    - De mettre en place un système de « *reporting* » ayant pour objet de donner une image fidèle de la situation financière de l'entreprise financée aux différents actionnaires. Ce sont les plateformes qui sont en général chargées d'organiser et de diffuser le « *reporting* » auprès des Holding
    - D'organiser la sortie de la participation d'un point de vue juridique
- Une gestion dite « en club » : la plateforme n'organise aucun suivi de la participation, chaque contributeur gère sa participation lui-même. Les actionnaires peuvent se regrouper d'eux-mêmes en réseau, mais sans intervention des plateformes.

2.3.2. Identification des mécanismes de réduction de l'incertitude

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le financement des entreprises en phase de démarrage est caractérisé par une forte asymétrie d'information, conduisant à des risques de sélection adverse et l'aléa moral.

Les phases de sélection et d'évaluation des dossiers, communes à l'ensemble des acteurs du « *seed capital* », visent à réduire le risque de sélection adverse, en cherchant à obtenir un maximum d'information sur le projet.

Lors de la phase de suivi de l'investissement, différents mécanismes de contrôle et d'incitation pourront être mis en place pour réduire le risque d'aléa moral.

Si ces problématiques de réduction de l'asymétrie d'information sont communes à l'ensemble des acteurs du « *seed capital* », certaines particularités de l'ECF doivent être examinées.

2.4. La réduction du risque lors de la campagne de financement : facteurs de succès d'une levée de fonds en ECF

2.4.1. L'étape de sélection et d'évaluation des projets

Dans un financement par ECF, l'étape de sélection des dossiers revient à la plateforme. C'est elle qui effectue la recherche d'information pour identifier les projets prometteurs. Comme les BA et les CI, elle cherche à évaluer la qualité du projet à travers l'appréciation du caractère innovant, du marché, de l'équipe de direction. Pour cela, elle s'appuie sur ses réseaux, sur le *Business Plan*, mais également sur les caractéristiques subjectives décrites chez les autres acteurs du « *seed capital* », notamment le degré d'implication du porteur de projet, à travers son enthousiasme ou sa capacité à présenter de manière claire les caractéristiques et enjeux du projet entrepreneurial (Cumming, Vanacker, et al., 2019; Löher, 2017).

Si le projet est sélectionné par la plateforme, une phase d'évaluation plus approfondie par cette dernière est menée.

Le processus de *Due Diligence* comprend généralement plusieurs éléments (Cumming, Johan, et al., 2019):

- Vérification du « passif » de l'entrepreneur ou de l'équipe de direction
- Visite sur site
- Vérification de l'historique de crédit
- Suivi des informations sur l'entreprise

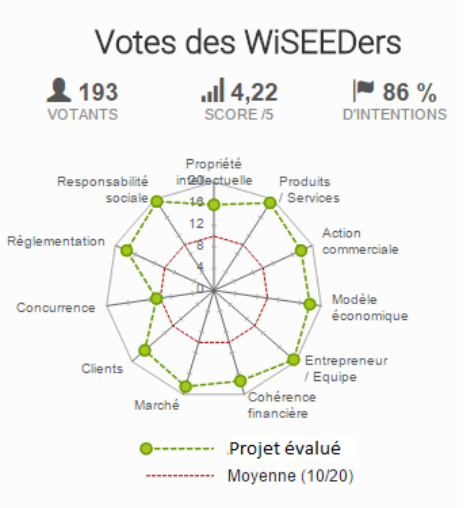
- Confirmation par des tiers

Mais la mise en place et l'étendue de ces *Due Diligence*, bien qu'elles conduisent généralement à un plus haut taux de succès des campagnes, sont fonction des moyens humains et financiers des plateformes (Cumming, Johan, et al., 2019; Rossi et Vismara, 2018).

Bien que certaines plateformes mettent effectivement en place des processus étendus de *Due Diligence*, la littérature ne permet pas actuellement d'attester que ces processus sont effectifs et efficaces, demandant d'approfondir le rôle des plateformes dans la réduction du risque de sélection adverse.

Une particularité de certaines plateformes dans ce processus doit cependant être notée. Les utilisateurs de la plateforme sont parfois intégrés dans la phase de sélection, et sont ainsi amenés à se prononcer sur les différentes dimensions du projet :

Figure 2 : Exemple d'évaluation des contributeurs sur un projet présenté sur la plateforme d'ECF Wiseed (France)



Source : www.wiseed.com

Les utilisateurs ont ainsi accès aux mêmes informations que l'équipe de gestion de la plateforme, et peuvent aussi, comme la plateforme, échanger avec l'entrepreneur pour obtenir des précisions (Bessière et Stéphany, 2014).

Or, comme le précisent les auteurs, l'efficacité de ce processus de sélection par « la foule » dépend de la composition de cette dernière.

Tout d'abord, chaque contributeur ne consacre pas le même temps et les mêmes efforts à évaluer le projet. Ce temps est généralement corrélé à la capacité d'investissement ou au degré d'expertise du contributeur Estrin et al. (2018).

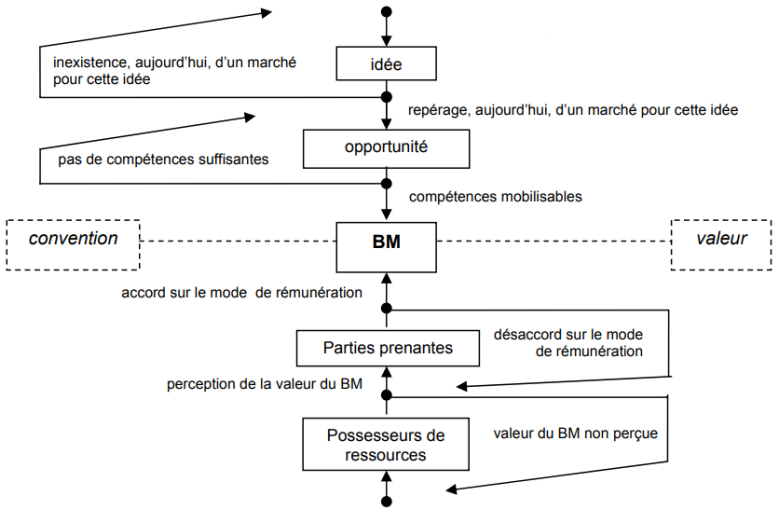
De plus, le degré d'implication des contributeurs est dépendant des motivations de chacun. Les études montrent que les investisseurs en ECF sont généralement plus sensibles aux critères sociaux, émotionnels qu'aux critères financiers (Agrawal et al., 2015; Cholakova et Clarysse, 2015; Gerber et al., 2012; Lukkarinen et al., 2016; Schwienbacher et Larralde, 2010). L'analyse du projet par la foule relèverait ainsi plus d'un processus intuitif qu'analytique.

L'hétérogénéité des motivations et des connaissances de la foule influe ainsi sur l'efficacité du processus de sélection et d'évaluation. Si l'implication de la foule dans ces premières étapes peut apporter différents avantages, la littérature a également mis en avant certains risques.

Un argument central plaidant en faveur de l'efficacité de l'évaluation par la foule réside dans le concept de « sagesse de la foule » (Surowiecki, 2005). La somme des connaissances et compétences de la foule permettrait d'annuler les « biais individuels », menant à une décision collective efficace. Chaque contributeur possède son propre réseau, et des connaissances dans différents domaines. Pour Bessière et Stéphany (2014), « *L'expertise de la foule peut dans certains cas être réelle dans le domaine d'activité, à défaut de l'être en matière d'évaluation financière* ».

L'enjeu principal de ces étapes étant la compréhension du « *Business Model* ». Ce dernier peut se schématiser comme suit :

Schéma 8: Représentation schématique d'un Business Model



Source : Verstraete and Saporta (2006)

La compréhension du « *Business Model* » est déterminante dans ces phases de sélection et d'évaluation des projets. La plateforme et la foule doivent être capables de percevoir la valeur

du projet pour détecter une opportunité d'investissement, et ainsi le valider. Plusieurs éléments peuvent être avancés quant à la validation du « *Business Model* » (BM).

En particulier, certains membres de la foule peuvent être « experts » dans la technologie développée, ou possèdent une grande connaissance du secteur d'activité, et donc du marché. L'analyse de ce dernier, et les échanges avec les autres membres de la plateforme, pourrait influer sur la perception de la valeur du BM, et ainsi atténuer les risques de sélection adverse. La littérature met en évidence que ces experts peuvent se signaler volontairement, ou que la plateforme peut les identifier en tant que tels. L'approbation du projet par ces derniers réduirait le risque d'incertitude. (Budescu et Chen, 2014 ; Mollick et Nanda, 2014).

De plus, certains individus peuvent avoir une bonne connaissance du produit. L'approbation du « *Business Model* » relèverait ainsi d'une décision plus orientée « consommateur » qu'investisseur. Cela est d'autant plus vrai dans l'ECF que de nombreux projets présentés sont de type « *B to C* ».

Les plateformes ont ainsi tendance à prendre en compte l'ensemble de ces éléments en présélectionnant des projets en adéquation avec la composition de la foule (par exemple, la sélection de projets dans les biotechnologies si de nombreux experts sont identifiés dans ce domaine).

Cependant, si ces éléments peuvent amener à un processus efficace de sélection et d'évaluation des dossiers, certains risques sont identifiés.

En particulier, un effet de mimétisme peut être observé. Sur une plateforme d'ECF, les informations sont publiques. Les échanges entre les membres de la foule et l'entrepreneur, les caractéristiques de chacun, la présence « d'experts » signalés spontanément ou par la plateforme peuvent conduire à de mauvaises décisions (Banerjee, 1992; Bessière and Stéphany, 2014; Vismara, 2016). La décision d'un investisseur pourrait, dans ce cadre, ne plus tenir d'un processus d'analyse personnel, mais de l'observation des décisions des autres membres de la plateforme. Par exemple, un investisseur « novice » ne prendrait plus en compte que la présence d'un expert pour valider le projet. Ainsi, si la présence d'experts peut être vue comme un signal positif sur la qualité du projet, elle peut induire également un risque sur l'évaluation. Ce phénomène peut être d'autant plus élevé que les montants investis individuellement sont faibles.

Si la littérature identifie les avantages et inconvénients de la mobilisation de la foule dans une levée de fonds en ECF, aucune étude ne permet de conclure définitivement à l'efficacité ou l'inefficacité du processus de sélection et d'évaluation par la foule.

Au terme de ces premières étapes, si l'entreprise est retenue, la plateforme structure le « *deal* » financier. Il s'agit de rédiger un « *term sheet* ». C'est un document, préalable à la rédaction du pacte d'actionnaires, qui définit les conditions dans lesquelles l'investisseur et l'entrepreneur sont prêts à réaliser l'opération. Il contient généralement les montants de la levée de fonds (dans certains modèles d'ECF, le montant minimum pour valider la levée), la valorisation de l'entreprise, le montage, les différentes clauses du pacte d'actionnaire, etc…

Puis une « page » internet est créée. Elle regroupe l'ensemble des informations nécessaires à la prise de décision d'investissement. Il s'agit généralement des documents qui ont servi aux phases préalables (*Business Model*, profil de l'équipe, structure du « *deal* ») souvent accompagné d'une présentation vidéo (Estrin et al., 2018).

Le projet est ensuite mis en ligne, et la levée de fonds débute.

Il s'agit là d'une particularité de l'ECF. Dans le financement par BA et par CI, ces négociations sont faites directement entre investisseurs et entrepreneur. S'il y a accord, il y a déblocage des fonds. Ici, cette étape de contractualisation est opérée par la plateforme. Mais ce n'est pas elle qui investit. Les fonds levés par l'entrepreneur seront fonction des décisions individuelles de chaque utilisateur inscrit sur la plateforme.

Ainsi, les entrepreneurs souhaitant se financer par ECF font face à un double processus de sélection et d'évaluation. Les étapes initiales n'ont servi qu'à accorder la possibilité pour l'entrepreneur de chercher des financements. Elles se réitèrent lors de la levée de fonds, où chaque investisseur va conditionner sa prise de décision à ce même processus. Il est dès lors nécessaire d'examiner les caractéristiques de cette levée de fonds.

2.4.2. L'étape de levée de fonds

La levée de fonds en ECF peut être vue comme un second processus de sélection et d'évaluation, cette fois-ci mené par chaque investisseur individuel. De nouveau il s'agit pour l'investisseur de « juger » la qualité du projet, par des critères objectifs et subjectifs, et pour l'entrepreneur de « signaler » les caractéristiques de l'entreprise susceptibles de lui permettre d'obtenir des financements.

La levée de fonds est un lieu d'échanges intenses, et est « *hautement consommatrice de ressources* » (Bessière et Stéphany, 2014). La littérature s'est ainsi intéressée à étudier les différents facteurs qui entrent en jeu dans la prise de décision des investisseurs, et qui conditionnent de ce fait le succès de la campagne.

Les études montrent que, dans leur recherche d'informations, et dans leurs prises de décisions les investisseurs en ECF ont largement recours à l'analyse de différents signaux, qu'ils soient liés à la levée, émis par l'entreprise, par d'autres investisseurs ou encore par la plateforme (Ahlers et al., 2015; Courtney et al., 2017; Rossi and Vismara, 2018; Yan, 2015).

Concernant les signaux liés à la levée, l'objectif de levée de fonds, le seuil minimum de collecte, la durée de la campagne, la qualité de la présentation du projet et celle du « *Business Plan* », l'intensité des échanges lors de la collecte sont tout autant de signaux analysés par les investisseurs (Belleflamme et al., 2014; Lukkarinen et al., 2016; Mollick and Robb, 2016). Des objectifs élevés peuvent être analysés comme une forme d'ambition de développement. La qualité de la présentation et du « *Business Plan* » perçus comme un bon degré de préparation de l'entrepreneur. L'intensité des échanges démontreraient une volonté de transparence. A contrario, une durée de campagne trop longue peut signifier un manque de confiance autour du projet. L'absence de prévision financière peut également freiner les investisseurs.

Les investisseurs analysent également certaines caractéristiques de l'entreprise ou de l'entrepreneur. L'expérience de ce dernier, son réseau, ou encore l'analyse des actifs incorporels de l'entreprise sont tout autant de facteurs conditionnant la prise de décision (Ahlers et al., 2015; Cumming, Vanacker, et al., 2019; Rossi et Vismara, 2018). Les diplômes de gestion, l'expérience entrepreneuriale ou la présence de partenaires réputés (experts comptables, investisseurs privés ou institutionnels) au sein du réseau de l'entrepreneur sont ainsi perçus positivement par des investisseurs. La détention de brevets dans les actifs de l'entreprise est également un signal fort sur la qualité, et sur le caractère innovant du projet.

Les échanges entre investisseurs et l'observation des prises de décision a également un effet sur l'issue de la levée de fonds. La plateforme d'ECF peut être vue comme une communauté d'investisseurs qui, par leurs échanges répétés, et le développement de leur relation, crée un « capital social interne » (Colombo et al., 2015). Les échanges d'information à travers les différents forums de discussion internes et externes à la plateforme permettent ainsi le développement des relations au sein de la communauté, et l'obtention d'informations influant sur la prise de décision (Wallmeroth et al., 2018). Ce processus favoriserait l'accumulation de capital dans les premiers jours de la campagne, créant ainsi un phénomène de « cascade de financement ». De plus, la présence d'experts, identifiés comme tel, aurait un effet positif sur la prise de décision, notamment pour les investisseurs novices, qui aurait du mal à évaluer correctement le projet (Budescu et Chen, 2014; Dew et al., 2009). Si, comme nous l'avons expliqué précédemment, ce phénomène d'observation des tiers lors de la prise de décision peut

s'avérer négatif si la décision n'est prise que par simple effet de mimétisme, il peut également être un vecteur de confiance et un moyen d'obtenir de l'information.

Enfin, si le point central de la prise de décision relève d'échange entre la communauté et l'investisseur, ces échanges se font à travers une plateforme. C'est cette dernière qui établit les règles et met en place un système d'information permettant les échanges et ainsi la prise de décision. Ainsi, pour Strohmaier et al. (2019), la plateforme joue un rôle dans la prise de décision d'investissement. En particulier, la clarté des règles régissant l'activité au sein de cette dernière, mais également son mode de fonctionnement aurait tendance à rassurer les investisseurs sur la qualité des projets proposés, et conditionnerait ainsi la prise de décision.

Enfin, les caractéristiques des processus de sélection et d'évaluation des projets par la plateforme peuvent également influer sur la prise de décision lors de la levée de fonds. En effet, comme nous l'avons expliqué précédemment, l'enjeu majeur de ces premières étapes réside dans la compréhension du BM. Ainsi, le simple fait qu'une levée de fonds soit engagée sur la plateforme pourrait constituer un signal efficace sur la validation du BM par l'équipe de gestion et par la foule, lorsqu'elle intervient en amont de levée de fonds. Mais cela implique de nouveau que les règles de fonctionnement et l'organisation de la plateforme soient perçues comme « fiables » pour que ce phénomène de validation du BM soit effectif.

Le succès de la levée de fonds en ECF ne peut ainsi être garanti que grâce à la conjugaison de plusieurs facteurs, ces derniers étant essentiellement liés à la qualité des échanges entre les différents acteurs.

Si cette levée est effectivement validée, la plateforme organise le « *closing* » juridique. Les fonds sont versés à l'entreprise, minorés du montant de la commission de la plateforme, le pacte d'actionnaire est finalisé, et les documents juridiques en rapport à l'opération sont signés (Onnée et Renault, 2013).

L'établissement des différents documents juridiques et notamment le pacte d'actionnaires vise à organiser les relations entre les nouveaux actionnaires de l'entreprise et le dirigeant lors du suivi de l'investissement. Or, comme nous l'avons expliqué précédemment, cette étape présente des risques pour l'investisseur. En effet, il existe également une forte asymétrie d'information dans cette phase : le dirigeant, par son implication dans la gestion quotidienne de l'entreprise, a accès à des informations privilégiées. Il en découle un risque d'aléa moral, l'investisseur éprouvant des difficultés à observer le comportement du dirigeant ou à contrôler son action du fait de cette asymétrie d'information.

Pour atténuer ce risque d'aléa moral, plusieurs mécanismes peuvent être mis en place. Nous nous proposons de les étudier au regard de l'ECF.

2.4.3. L'étape de suivi des projets

Comme nous l'avons présenté précédemment, deux modèles de suivi de la participation existent actuellement :

- Regroupement des participations au sein d'une Holding
- Gestion de la participation par les crowders (gestion en club)

Lorsque les participations sont regroupées au sein d'une Holding, le suivi des participations est assuré généralement par un membre de l'équipe de gestion de la plateforme d'ECF. Celui-ci assure la transmission de l'information à l'ensemble des contributeurs, à travers un *reporting* fourni périodiquement par le dirigeant de l'entreprise financée.

Dans le cadre d'une gestion « en club », les contributeurs peuvent se réunir afin de se prononcer sur différents aspects du projet, mais ces relations restent informelles, contrairement à la gestion en Holding qui s'appuie sur une structure juridique *ad hoc*.

L'efficacité du suivi de la participation dépend de la mise en place tout d'abord de différents mécanismes de gouvernance visant à conrôler l'action du dirigeant.

Or, dans le cadre du financement par ECF, plusieurs facteurs peuvent limiter l'efficacité de ces mécanismes :

- Pour Bessière et Stéphany (2014), les moyens techniques et humains des plateformes peuvent constituer un frein à l'efficacité du système de suivi par holding : un chargé d'affaires gérant un nombre significatif d'entreprises financées, le suivi « *hands on* », et ainsi le rôle discipline, peuvent s'en trouver diminués.
- De plus, Ley et Weaven (2011) indiquent que peu de holding intègre une présence au Conseil d'Administration de l'entreprise financée, limitant un peu plus le rôle disciplinaire de l'ECF.
- La foule n'aurait pas d'incitation particulière à surveiller activement le dirigeant, du fait de la dispersion géographique des investisseurs et les faibles montants investis (Cumming, Vanacker, et al., 2019; Moussavou, 2017)
- Une autre problématique des investisseurs en ECF réside en l'hétérogénéité de la « foule », les contributeurs ayant des motivations à investir différentes, comme l'appartenance à une communauté, le soutien d'une cause, ou d'autres motivations

extrinsèques, au-delà de la simple motivation financière (Agrawal et al., 2015; Cholakova et Clarysse, 2015; Gerber et al., 2012; Schwienbacher et Larralde, 2010). Il en résulte le fait que la coordination entre les différents investisseurs peut s'avérer compliquée, augmentant ainsi le risque d'aléa moral, chaque contributeur ayant des avis personnels sur la manière dont doit évoluer l'entreprise financée.

- Si, dans un financement par BA ou par CI, des titres financiers préférentiels (actions préférentielles, obligations convertibles) peuvent permettre de limiter certains risques, ces leviers ne sont pas mobilisables en ECF, l'action ordinaire restant le support d'investissement essentiel

Le principe de syndication adapté à l'ECF pourrait permettre d'atténuer ce constat. Ce mécanisme vise à effectuer un investissement en capital en regroupant plusieurs investisseurs organisés en syndication. Ce mécanisme n'est toutefois pas nouveau, et souvent utilisé dans le financement en capital. Chaque membre du syndicat joue un rôle spécifique, fonction de l'importance de sa participation au capital, de son niveau d'expertise.

Dans ce cadre, les leviers disciplinaires pourraient être attribués à d'autres membres de la syndication. La problématique qui se poserait dès lors ne serait plus de savoir si l'ECF peut jouer un rôle disciplinaire sur le dirigeant, mais plutôt de définir le poids de ce mode de financement au sein de la syndication, et dans quelle mesure sa « voix » peut être entendue dans la mise en place de mécanisme de contrôle et d'incitation (Bessière et al., 2018; Cumming, Vanacker, et al., 2019).

L'ensemble de ces éléments met en évidence certaines limites quant au rôle disciplinaire que peut jouer l'ECF sur l'action des dirigeants.

De ce fait, l'implication active dans le suivi de la participation en ECF doit également être analysée du point de vue de la dimension cognitive de l'investissement. Pour Bessière et Stéphany (2014), l'efficacité du suivi dépend des motivations des investisseurs en ECF, motivations qui les ont conduits à s'inscrire initialement sur la plateforme, et à investir dans le projet.

Ainsi, comme l'ont montré Gerber et al. (2012), les participants au Crowdfunding ont une volonté d'interagir avec les autres et de faire partie d'une communauté, qui permet la création d'idées nouvelles, de projets innovants. Le soutien d'une cause apparait également comme une motivation des investisseurs (Allison et al., 2015). Ainsi, des investisseurs ayant choisi de

financer un projet impliquants ces différentes dimensions seraient enclins à s'impliquer davantage dans le suivi de ce dernier.

Cela peut passer par le fait de donner un avis sur différentes décisions à prendre quant à l'évolution du projet ou solutionner certaines problématiques grâce à l'apport des compétences et connaissances propres de chaque individu qui souhaiterait s'investir activement tout au long de l'investissement.

Différents mécanismes de réduction des risques peuvent ainsi être avancés dans cadre d'un financement par ECF, que ce soit lors des phases de sélection et d'évaluation des projets, lors de la levée de fonds, et lors du suivi de l'investissement.

Néanmoins, la littérature ne permet pas actuellement d'attester de l'efficacité de ces mécanismes dans le financement par ECF.

Signori et Vismara (2016) mettent ainsi en évidence que 10% des entreprises financées par ECF se retrouvent en situation de dépôt de bilan, de redressement ou de liquidation judiciaire par la suite. Ce résultat est similaire pour Bouaiss et al., (2018), avec un taux de situation « d'échec » de 15%. Ces derniers mettent en évidence qu'un manque d'ambition dans les objectifs de levée de fonds, le faible nombre d'investisseurs mais encore l'absence de suivi actif par des investisseurs externes augmentent le risque « d'échec » des entreprises financées par ECF.

Ce dernier constat tend à remettre en cause l'ensemble des mécanismes de réduction de l'incertitude autour d'un projet :

- Le manque d'ambition dans les objectifs de levée de fonds remet en question le processus de sélection et d'évaluation des projets
- L'effet négatif du faible nombre d'investisseur vient amplifier cette remise en cause : un manque d'engouement autour d'un projet pourrait provenir d'une sélection inadéquate de ces derniers
- L'effet négatif de l'absence de suivi par des investisseurs externes vient questionner l'efficacité des mécanismes de gouvernance en ECF

Il est ainsi indispensable d'approfondir cette question de l'efficacité de l'ECF dans la réduction de l'incertitude.

Et notamment en rappelant les enjeux derrière cette question : la survie d'une entreprise. Une entreprise entrepreneuriale étant fortement dépendantes de ressources pour financer sa croissance, l'ECF doit permettre de répondre efficament à cette problématique. Mais il est

également nécessaire de prolonger la réflexion en rappelant le rôle de l'ECF : il s'agit d'un acteur de la chaîne de financement parmi d'autres. Or, une entreprise a besoin de financement tout au long de sa vie. De ce fait, le rôle de l'ECF n'est pas seulement de fournir des ressources à un instant « t », mais également de contribuer à l'acquisition de ressources lors de levée de fonds ultérieures, qui n'est possible que s'il y a eu création de valeur.

2.5. Enjeux des mécanismes de réduction de l'incertitude : la création de valeur en ECF

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le financement par ECF implique une mise en relation entre un entrepreur et un ensemble d'investisseurs ayant des connaissances et compétences très hérérogènes. Compte tenu des risques de l'opération, différents mécanismes de réduction de l'incertitude peuvent être mobilisés, ce qui soulève la question de la nature et de la qualité de la relation entre les différentes parties prenantes, et en particulier l'étendue de l'influence que les investisseurs peuvent exercer sur la création de valeur de l'entreprise. Il s'agit pour l'investisseur de limiter les risques de perte en capital.

Comme nous l'avons vu précédemment, différents mécanismes de gouvernance disciplinaire peuvent être mis en place pour contrôler l'action du dirigeant. Dans cette vision de la gouvernance, l'objectif est de limiter les conflits d'intérêts dans une optique de maximisation de la valeur actionnariale (Charreaux et Desbrières, 1998).

Bien que cela puisse être une explication importante quant à la croissance des entreprises, dans de nombreux cas, le succès ou la performance d'une entreprise n'est pas seulement due à ces mécanismes. En particulier, les décisions stratégiques qui influent sur les performances d'une entreprise dépendent de la perception des entrepreneurs, de par leurs connaissances et compétences personnelles (Bonnet et Wirtz, 2011). Il en est de même pour les investisseurs, qui, comme nous l'avons expliqué, financent un projet en fonction de critères objectifs mais également subjectifs.

Les jeunes entreprises évoluant dans un environnement incertain, la notion de subjectivité et de connaissances est ainsi une variable importante dans la relation actionnaire-dirigeant. La création de valeur dans ce cadre réside dans la gestion des connaissances des différents acteurs afin de maximiser le potentiel de l'entreprise (Charreaux, 2002).

La fonction d'apporteur de ressources cognitives (compétences, connaissances) est clairement identifiée dans la littérature sur le financement par BA et par CI (Bonnet et Wirtz, 2011; Certhoux et Zenou, 2006; Charreaux, 2002), et en particulier chez les BA.

En effet, ces derniers sont souvent d'anciens entrepreneurs, qui, par leur expérience, ont une bonne connaissance d'une technologie, d'un secteur industriel, d'un marché, et investissent ainsi dans des entreprises en fonction de ces connaissances (Van Osnabrugge et Robinson, 2000).

Leur processus de décision est de ce fait ainsi intuitif, et leurs motivations sont souvent non financières : relever un défi, volonté d'aider, recherche de « fun » par exemple (Morrissette, 2007).

Or, comme nous l'avons montré précédemment, ces éléments présentent de fortes similitudes avec le financement par ECF.

Lors d'une levée de fonds en ECF, nous avons mis en évidence que les échanges entre les différents investisseurs et l'entrepreneur permettait un partage d'informations et de connaissances, conditionnant l'issue de la campagne. En particulier, la prise de décision est liée à la compréhension et à la validation du BM, qui dépend des connaissances et compétences de « la foule ». Ce comportement est très proche des BA, les deux acteurs investissant dans « ce qu'ils connaissent ».

Les motivations de ces investisseurs sont également très proches, les aspects non-financiers étant un moteur majeur de la prise de décision.

Cependant, si des similitudes sont constatées en amont de l'investissement, les conséquences du financement en ECF sur la création de valeur sont encore méconnues.

En effet, la littérature sur les BA met en évidence les effets de leur intervention et de leur suivi actifs sur la performance des entreprises, par un phénomène de professionnalisation de ces dernières, ou par l'expertise apportée pour guider certaines décisions stratégiques (Bonnet et Wirtz, 2011; Certhoux et Zenou, 2006).

Dans le cadre de l'ECF, différents arguments énoncés précédemment soulèvent la question des effets de l'intervention sur la création de valeur de l'entreprise, notamment :

- Dans un suivi en direct, la dispersion géographique et les faibles montants investis n'inciteraient pas les investisseurs à s'impliquer fortement dans le suivi de l'investissement
- Dans un modèle de suivi avec holding, les moyens humains des plateformes peuvent également limiter fortement les effets de leur intervention
- Enfin, d'un point de vue disciplinaire, peu de mécanismes sont mobilisables en ECF

Or, la compréhension de ces mécanismes de gouvernance et de création de valeur est un élément centrale de la finance d'entreprise.

Le processus de financement d'une entreprise étant séquentiel, l'intervention d'un acteur à un certain stade de développement devrait permettre à l'entreprise d'acquérir des ressources au stade ultérieur de sa croissance.

Ainsi, Madill et al. (2005) suggèrent que les entreprises qui ont reçu un financement par BA ont plus de chances d'obtenir des financements par CI par la suite. La présence d'un BA aurait un « effet de certification », augmentant la crédibilité de l'entreprise, et serait une indication quant à la capacité de l'entrepreneur à prendre en compte différents points de vue (Mason et Harrison, 1997). Mais cela induit que le BA soit perçu comme un acteur « digne de confiance ».

Ce phénomène est encore méconnu dans le cadre d'un financement par ECF. S'il semblerait qu'un effet de certification soit identifié lors de la levée de fonds, la décision « d'experts » influant sur la décision de « novices », la littérature ne permet pas de déterminer si l'ECF, en tant qu'acteur du « *seed capital* », est perçu comme un acteur « digne de confiance » auprès d'autres investisseurs.

Les questionnements relatifs à l'ECF ne doivent ainsi plus seulement porter sur la compréhension des mécanismes liés au financement en lui-même, mais sur le rôle de ce nouvel acteur au sein de la chaîne de financement.

Chapitre 2. Projets financés par Equity-Crowdfunding : les déterminants de l'accès à des financements complémentaires

Résumé

Cet article vise à déterminer les différents éléments de projets financés par *Equity-Crowdfunding* qui facilitent l'obtention de financements complémentaires. Par la construction d'une base de données *ad hoc* de projets financés en France, nous mettons en évidence plusieurs caractéristiques permettant cet accès dans certains cas : le niveau de fonds levés à l'issue de la campagne, le type de clientèle à laquelle le projet s'adresse, le profil de l'entrepreneur ou le mode de suivi de la participation. Ces résultats tendent à montrer que la mobilisation de la foule lors d'une campagne d'*Equity-Crowdfunding* a une influence sur l'accès à d'autres ressources financières.

Mots-clés : Equity-Crowdfunding – Légitimité – Signal

1 Introduction

Le *Crowdfunding* (CF) est un nouveau mode de financement apparu au milieu des années 2000. Ce terme est dérivé de la notion de *Crowdsourcing*, défini par Jeff Howe et Mark Robinson dans un article publié en 2006 dans *Wired Magasine* intitulé « *The rise of crowdsourcing* ».

Une première définition du CF est proposée par Schwienbacher et Larralde (2010): "*an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes*".

En d'autres termes, le CF peut être vu comme le financement de projet par la foule (« *the crowd* »). Ces appels au financement se font via Internet et impliquent de nombreux investisseurs.

Ces derniers étaient à l'origine des investisseurs individuels. Cependant, la composition de la foule a évolué avec l'expansion du CF, et des acteurs investisseurs institutionnels (banques, acteurs engagés dans le capital-investissement) se sont également engagés dans ce mode de financement.

De ce fait, différentes formes de CF se sont développées. Parmi celles-ci, l'*Equity-Crowdfunding* (ECF) vise à regrouper ensemble des entrepreneurs et des investisseurs potentiels au sein d'une plateforme internet de CF, en vue d'aider au financement d'une entreprise. Les investisseurs, aussi appelés contributeurs, qui ont investi dans un projet deviennent actionnaires de l'entreprise ainsi financée. Cette forme semble particulièrement adaptée au financement des entreprises de type start-ups.

L'émergence de l'ECF tente de répondre aux difficultés de financements auxquelles font face les start-ups depuis plusieurs années, et notamment dans les premières étapes de leur vie. Ces jeunes entreprises n'ayant pas d'historique, elles doivent donc faire des efforts conséquents afin de convaincre des investisseurs externes de financer leur projet Pour cela, les entrepreneurs doivent signaler les caractéristiques de leur projet qui permettent de le rendre légitime et attractif auprès d'investisseurs potentiels. Si de nombreuses études se sont intéressées à cette quête de légitimité dans le financement des start-ups par Capital-Investissement ou par *Business Angels* (on peut notamment citer les études de Madill et al., 2005; Politis, 2008 pour les *Business Angels*, et Mason et Harrison, 2000; Zimmerman et Zeitz, 2002 pour le Capital-Investissement), ce terrain reste très largement inexploré dans le cadre de l'ECF. Différentes études ont montré en particulier que les apports des *Business Angels* en termes de compétences et d'expertise

permettaient de renforcer la légitimité du projet et facilitaient l'accès à des financements complémentaires par Capital-Investissement par la suite.

Nous nous proposons dans le cadre de cette étude de transposer cette démarche d'analyse à l'ECF. En mobilisant notamment la théorie du signal et des concepts relatifs à celui de légitimité, nous cherchons à déterminer quels sont les éléments d'un projet financé par ECF qui pourraient faciliter l'obtention de financements complémentaires.

Pour étayer notre raisonnement, nous avons construit une base de données « ad *hoc* » afin de mener une étude quantitative sur un ensemble de start-ups financées par ECF en France. La France est en effet l'un des premiers pays à avoir mis en place une réglementation spécifique à ce mode de financement, contribuant ainsi à la croissance de celui-ci. Cependant, peu d'études se sont intéressées pour l'heure à l'ECF dans ce pays, ce qui confère ainsi une certaine originalité à notre recherche.

Outre le fait que cette problématique d'accès à des ressources financières est cruciale pour les start-ups, des apports managériaux en termes de stratégie de légitimation, ainsi que des apports théoriques quant à l'utilité du recours à l'ECF peuvent également découler des résultats de notre étude.

L'exposé de nos travaux est organisé comme suit : une première partie sera consacrée à une revue de la littérature sur les spécificités de l'ECF et sur les possibilités d'accès à d'autres modes de financement, ce qui nous permettra alors de préciser notre démarche de recherche et les théories relatives à notre sujet. Dans une seconde partie, nous présenterons notre méthodologie, puis les résultats de notre étude.

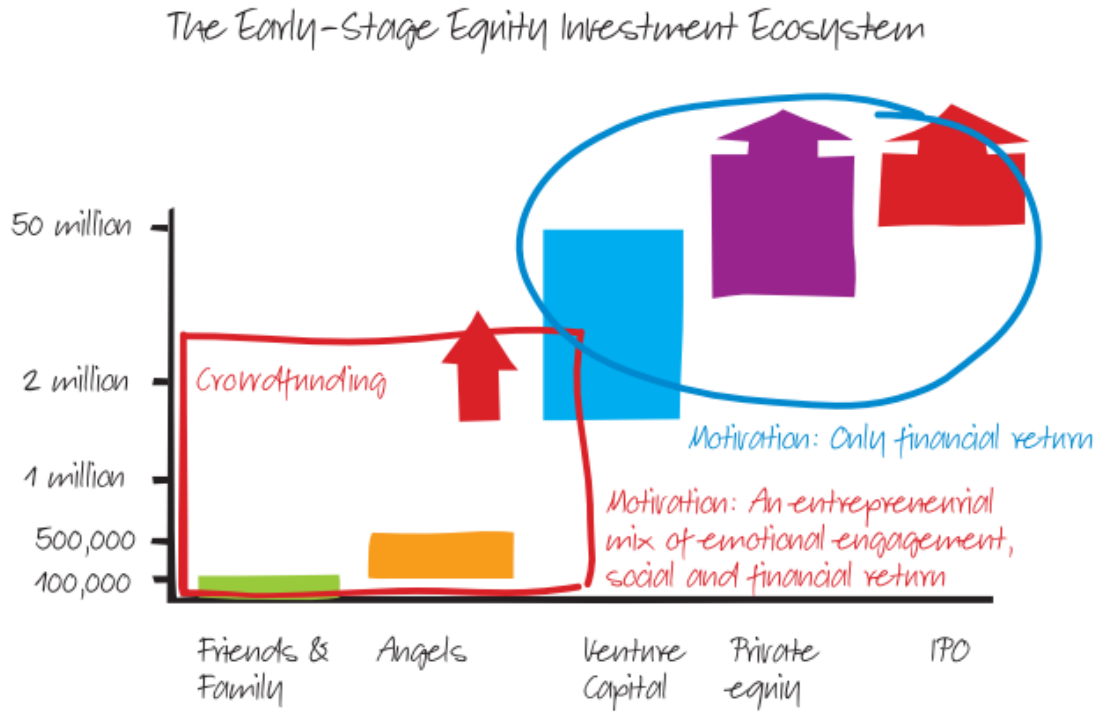
2 Revue de la littérature et élaboration du modèle de recherche

2.1. L'ECF et les autres formes de financements des start-ups

2.1.1. Les financements par fonds propres

Une campagne d'ECF sert en premier lieu à trouver des fonds. Il s'agit d'une motivation forte des entrepreneurs à recourir à ce mode de financement identifiée dans les recherches (Belleflamme et al., 2013). Il est important à ce stade de noter que l'ECF constitue un mode de financement par fonds propres et non par endettement (comme dans le cadre d'un prêt bancaire ou d'une subvention étatique par exemple). Les premières études menées sur l'ECF ont identifié sa place au sein de la chaîne de financement, illustrée notamment par le schéma ci-dessous :

Schéma 9 : Place de l'Equity-Crowdfunding dans le financement des entreprises



Source : De Buysere et al., 2012

Ce schéma indique d'une part que l'ECF permet le financement des start-ups en phase de démarrage (« *Early-Stage* » sur le schéma), et qu'il se retrouve au même niveau que le « premier cercle de financement » (les amis et la famille) et que les *Business Angels* (BA pour la suite de l'article). On notera également que les professionnels du Capital-Investissement (« *Venture Capital* », désigné CI par la suite) peuvent se retrouver sur certains projets également, et notamment le Capital-Risque, forme spécifique du CI intervenant dans les phases d'amorçage des start-ups.

Le recours à ces différents acteurs répond à un besoin de combler un « trou de financement » (ou « *Equity Gap* ») existant entre la composition du capital initial de l'entreprise (par l'entrepreneur, la famille et les amis) et l'arrivée de nouveaux investisseurs dans des stades de développement plus avancés.

ECF, BA et CI peuvent donc se retrouver « en concurrence » dans un même projet. Il est par conséquent nécessaire de comprendre ce qui distingue l'ECF des acteurs de la « finance traditionnelle » que sont les BA et les CI (Bessière et Stéphany, 2014).

2.1.2. Financement par endettement

L'ECF répond en premier lieu à un besoin de financement en fonds propres des entreprises. Cependant, il nous apparait nécessaire de replacer l'ECF dans le cadre plus général du financement des start-ups. En effet, ces jeunes entreprises ont des besoins de financement variés. De nombreuses études ont montré que les start-ups avaient également des difficultés d'accès au marché de la dette. Berger et Udell (1998) expliquent qu'elles sont caractérisées par une forte opacité informationnelle et ne parviennent à accéder plus facilement au marché de la dette que lorsqu'elles démontrent leur potentiel de croissance, devenant ainsi moins opaques.

Pour ce faire, une start-up est donc dépendante du premier cercle de financement, qui va lui permettre de croitre et d'accéder à d'autres modes de financement.

Ainsi, à notre sens, l'ECF ne doit pas seulement être analysé du point de vue du financement en fonds propres des entreprises, mais dans un cadre plus large du financement des start-ups.

En effet, si l'objectif premier du recours à l'ECF est bien de lever des fonds, il ne s'agit pas là de la seule motivation des entrepreneurs. D'autres éléments ont été identifiés dans les différentes études menées sur le sujet. Ces différentes motivations découlent d'une caractéristique spécifique de ce mode de financement par rapport au recours au BA et au CI : la mobilisation de la foule.

2.2. La mobilisation de la foule

La foule joue un rôle central dans l'ECF. Elle intervient non seulement dans le financement de la start-up, mais également dans le processus de sélection des projets. En effet, avant que le projet ne soit ouvert aux souscriptions de la foule sur le site internet de la plateforme, deux filtres sont mis en place :

- La plateforme qui reçoit le projet procède tout d'abord à des vérifications spécifiques via des *Due Diligence*[12]. Si ces dernières s'avèrent satisfaisantes aux yeux de la plateforme, un second processus de sélection est opéré
- Les contributeurs qui sont inscrits sur les plateformes d'ECF sont invités à procéder à un vote sur le projet : en fonction des éléments recueillis lors de la phase précédente, chaque contributeur va émettre un avis

[12] Il s'agit d'un ensemble de vérifications sur différents aspects financiers, juridiques, mais également sur les dirigeants qui permettent de se faire une idée précise de la situation de l'entreprise avant de prendre une décision d'investissement

C’est à l’issue de cette double évaluation que la décision est prise de mettre en ligne le projet et de lancer la campagne de financement.

Plusieurs auteurs se sont intéressés à cette évaluation par la foule, sachant que différents cadres réglementaires mis en place pour encadrer l’ECF dans plusieurs pays permettent à des investisseurs « non qualifiés » (par opposition aux investisseurs qualifiés que sont les CI ou les banques par exemple) de financer des entreprises de type start-ups. Certains auteurs ont alors avancé l’hypothèse d’un problème d’évaluation des projets par la foule. Agrawal et al. (2013) font référence à l’inexpérience des investisseurs comme risque potentiel sur l’évaluation des projets. De plus, Bessière et Stéphany (2014) expliquent que la prise de décision d’investissement de chaque individu ne serait pas indépendante des autres décisions, et qu’un mimétisme pourrait s’opérer, remettant ainsi en cause l’objectivité de l’évaluation du projet par la foule.

Cependant, d’autres arguments sont avancés pour nuancer ce risque. Pour d’autres auteurs en effet (Hornuf et Schwienbacher, 2014; Mollick, 2014), l’argument de la « sagesse de la foule » est une spécificité du recours au CF par rapport aux BA : alors que les décisions d’investissement des BA peuvent souffrir d’un biais à cause d’une décision « individuelle », les décisions prises par les contributeurs au CF peuvent être efficientes, car les décisions collectives permettent d’ « annuler » les erreurs des décisions individuelles. Concrètement, en moyenne, une décision collective serait « meilleure » qu’une décision individuelle.

Mollick et Nanda (2014) étudient la différence entre la prise de décision de contributeurs au sein d’une plateforme de CF à celle « d’experts » dans le cadre de projets artistiques. Les auteurs ne trouvent pas de différences significatives entre ces deux types d’acteurs quant à leur prise de décision. Bien que l’étude porte sur le domaine artistique, les auteurs avancent qu’il serait possible que ces résultats soient généralisables à un ensemble de projets divers pour lesquels le contributeur est le consommateur final du produit. Si nous nous appuyons sur ce postulat des auteurs, il serait donc possible que les contributeurs soient enclins à prendre des décisions de financement semblables aux experts dans le cadre de certains projets financés par ECF.

Bessière et Stéphany (2014) ajoutent que « *[l]’expertise de la foule peut dans certains cas être réelle dans le domaine d’activité, à défaut de l’être en matière d’évaluation financière.* ».

Les contributeurs ne seraient dans ce cas plus de simples apporteurs de ressources financières, mais pourraient faire bénéficier à l'entrepreneur de leurs connaissances, expériences, ou expertises dans certains domaines.

Plusieurs études ont montré que les contributeurs ont en effet des motivations autres que le simple fait d'apporter des ressources dans une optique de retour sur investissement : la volonté de s'impliquer dans le projet ressort comme une motivation principale du contributeur (Agrawal et al., 2013). L'entrepreneur peut dès lors bénéficier de certains avantages de la mobilisation de la foule : il peut améliorer son produit/service en fonction des retours des contributeurs (Agrawal et al., 2013) ou encore élargir sa base de contact grâce aux réseaux sociaux et professionnels de ces derniers, contribuant ainsi à la validation de la campagne d'ECF (Colombo et al., 2015).

Ces motivations non-financières se retrouvent d'ailleurs également dans le financement par BA. Madill et al. (2005) identifient également la volonté d'implication dans le projet comme une motivation forte des BA. Si ces motivations sont également présentes chez les CI, elles ne sont pas identifiées comme des critères importants dans leur prise de décision, qui repose essentiellement sur des aspects de retour financier (Bonnet et Wirtz, 2011). Il y aurait donc une certaine proximité entre les motivations des BA et des contributeurs à l'ECF, proximité plus forte qu'avec les CI.

Bessière et Stéphany (2015) synthétisent les caractéristiques en termes d'expertise et de motivations des acteurs de l'ECF, des BA et des CI de la manière suivante

Tableau 5 : Caractéristiques des CI, BA et acteurs de l'ECF

Elément comparé	CI	BA	ECF
Expériences	Financière ou managériale	Entrepreneuriale Managériale	Expert dans un secteur ou « novice »
Motivations	- Retour sur investissement - Création de valeur	- Retour sur investissement - Volonté d'implication - Création de valeur	- Affective, militante, volonté d'implication - Dimension financière secondaire

Adapté de Bessière et Stéphany (2015) : Le financement de l'innovation : Nouvelles perspectives théoriques et pratiques. De Boeck.

Selon Madill et al. (2005), cette implication et le niveau d'expertise des BA dans certains domaines auraient des conséquences sur l'accès à d'autres modes de financements, et notamment le financement par CI. Les résultats de leur étude montrent ainsi que la présence de BA lors des premiers stades de développement d'une entreprise aurait pour effet de rassurer des investisseurs quant à la qualité et la viabilité du projet, facilitant ainsi l'obtention de financements supplémentaires par CI.

La question qui peut se poser dès lors est de savoir si ce phénomène de « validation » du projet identifié chez les BA se retrouve dans le cadre de l'ECF, du fait de la proximité entre les motivations des BA et des contributeurs. Macht and Weatherston (2014) font le même constat et postulent qu'en effet, l'ECF peut, dans certains cas, faciliter l'accès à des ressources complémentaires. La problématique qui en découle peut donc se formuler comme suit :

Dans quelles conditions et dans quelle mesure le financement par ECF favorise-t-il l'accès à des financements complémentaires par BA et/ou CI ?

Le financement de l'innovation, et de ce fait des start-ups, est un élément très étudié ces dernières années dans la recherche en sciences de gestion. Une idée, aussi innovante soit-elle, ne peut se concrétiser sans les fonds nécessaires à son développement. Il convient dès lors de mieux comprendre comment une entreprise peut attirer des investisseurs au sein de son projet.

2.3. Les mécanismes d'accès au financement des start-ups

Une start-up en création présente un haut degré de risque pour un investisseur externe. En effet, elle n'a pas d'historique, et une grande incertitude règne autour de la qualité réelle du produit/service qu'elle propose. Il existe donc une forte asymétrie d'information entre le dirigeant et l'investisseur potentiel. Cette difficulté à évaluer correctement la qualité des projets peut conduire à un risque de sélection adverse (Akerlof, 1970) : les investisseurs ont du mal à distinguer les projets « de bonne qualité » de ceux « de mauvaise qualité », en particulier dans le cadre de la création d'entreprise.

Dans la lignée des travaux d'Akerlof, Spence (1973) met en évidence la possibilité pour un agent d'émettre des signaux pour atténuer ce phénomène de sélection adverse. En situation entrepreneuriale, un dirigeant d'entreprise peut donc choisir de signaler (ou non, si le projet est « de mauvaise qualité ») différents éléments, qui seront analysés par les récepteurs du signal (clients, fournisseurs ou investisseurs potentiels notamment) et qui influencent *in fine* leur prise de décision (Kirmani et Rao, 2000).

L'influence du signal pour une start-up renvoie à la notion de légitimité de l'entreprise auprès de ses parties prenantes. Plusieurs définitions de la légitimité existent dans la littérature. Suchman (1995) explique qu'il existe plusieurs formes de légitimité (pragmatique, morale et cognitive). Cette dernière serait alors, selon l'auteur: *« une perception ou une supposition généralisée que les actions d'une entité sont bénéfiques, convenables, ou appropriées au sein d'un système socialement construit de normes, de valeurs, de croyances et de définitions* » (Suchman, 1995, p574).

Cette notion de légitimité se retrouve également dans les travaux de Meyer et Rowan (1977) et de DiMaggio et Powell (1983). La structure des organisations serait, selon eux, influencée par l'environnement institutionnel. Cet environnement regroupe un ensemble d'organisations tels que les fournisseurs-clés, les clients, les organisations concurrentes ou encore les organismes de régulation (Huault, 2009). Les organisations sont donc soumises à des pressions institutionnelles (de nature normative, coercitive ou cognitive) qui influencent *in fine* leur structure (DiMaggio et Powell, 1983). En effet, afin de se conformer aux normes, règles ou valeurs de leur environnement, ces organisations auraient tendance à adopter des structures semblables. Il s'agit ici du concept d'isomorphisme. Par ce biais, DiMaggio et Powell (1983) et Meyer et Rowan (1977) expliquent que l'homogénéisation des structures et la conformation aux règles et normes de l'environnement institutionnel impactent la légitimité des organisations, ce qui accroit leur chances de survie. Dans le cadre d'une start-up, celle-ci doit donc prendre en compte son environnement institutionnel afin d'apporter des réponses satisfaisantes dans une optique de légitimation de cette dernière.

Une dernière notion liée à la légitimité est celle de la confiance. Pour Zucker (1986), les individus impliqués dans des échanges économiques ont des attentes sociales partagées, des valeurs communes, qui définissent la notion de confiance, vitale pour le maintien de coopération dans le temps et pour la stabilité des relations sociales. Cette confiance se fonde sur les caractéristiques des individus (appartenance à une même famille, à un même réseau professionnel par exemple), les processus (les échanges entre partenaires nécessitent une réciprocité dans ceux-ci au sein des organisations), et les institutions (la confiance est intersubjective et objective, elle est indépendante des individus et du contexte). Cette notion de confiance est indispensable dans le domaine de l'entrepreneuriat, car elle va conditionner la qualité des échanges économiques, et *in fine* l'accès à certaines ressources.

Compte tenu de ces différents éléments, il apparait dès lors nécessaire pour une start-up de signaler aux différentes parties prenantes ses actions, et que ces dernières soient perçues comme

bénéfiques et appropriées, qu'elles correspondent aux règles et normes institutionnelles. Si les actions d'une entreprise sont perçues comme conformes à ces principes, la légitimité de cette dernière et la confiance qu'elle suscite s'en trouvent augmentées, ce qui peut influer sur l'obtention d'une contrepartie de la part des parties prenantes.

Mason et Harrison (2000), étudiant le marché des CI au Royaume-Uni, expliquent que l'acquisition d'une légitimité organisationnelle permet notamment à une entreprise d'obtenir un accès à des ressources externes. Frydrych et al. (2014) arrivent à cette même conclusion dans le cadre d'une étude menée sur le *Crowdfunding*.

Une start-up doit donc signaler sa qualité réelle auprès de ses parties prenantes, atténuant ainsi l'asymétrie d'information et l'incertitude autour du projet, gagnant en légitimité si ses actions sont perçues comme bénéfiques. Cela peut permettre d'attirer des fournisseurs de ressources externes dans le projet, et en particulier, dans le cadre de notre étude, des investisseurs potentiels.

S'appuyant sur ce constat, certains travaux sur l'ECF ont cherché à identifier les signaux émis par les porteurs de projet à destination des contributeurs, afin d'attirer un maximum d'investisseurs, et de valider la campagne. Les principaux éléments identifiés dans la littérature sont :

- La qualité de la présentation du projet (Mollick, 2014) : une présentation claire, sans fautes d'orthographe et incluant une vidéo influe sur les chances de succès d'une campagne (i.e. , les fonds demandés sont effectivement levés *in fine*)
- La taille des réseaux (Agrawal et al., 2013; Mollick, 2014) : que ces réseaux soient « sociaux » (Facebook ou Twitter) ou « professionnels » (Viadeo ou Linkedin notamment), plus l'entrepreneur a un réseau important, plus les chances de succès de la campagne sont grandes
- Le profil du fondateur et la composition de la direction (Agrawal et al., 2013; Ahlers et al., 2015) : le niveau de formation et d'expérience de l'entrepreneur et de l'équipe de Direction a une influence sur l'issue de la campagne de CF

Ces études se concentrent sur les éléments augmentant les chances de validation d'une campagne d'ECF. Cependant, les montants levés lors d'une campagne d'ECF peuvent ne pas être suffisants et les start-ups ont parfois besoin de financements supplémentaires, qui peuvent être levés soit par une nouvelle campagne dans les mois/années qui suivent, soit par la sollicitation d'autres investisseurs, comme les BA et les CI.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, une des particularités de l'ECF est la mobilisation de la foule, qui peut faire bénéficier à l'entreprise de son expertise dans certains domaines, de sa volonté de s'impliquer dans le projet. Une des questions qui se posent est alors de savoir si les BA, les CI, ou encore les banques peuvent avoir confiance en la foule, que ce soit dans l'évaluation des projets ou dans les apports des contributeurs, ce qui validerait ainsi en partie l'argument de « la sagesse de la foule ». Si tel était le cas, il deviendrait alors davantage possible pour une start-up financée par ECF d'obtenir d'autres financements. Il convient donc de se demander quels sont les critères des projets financés par ECF susceptibles de favoriser l'obtention de financements complémentaires.

Plusieurs éléments ont pu être identifiés dans la littérature. Plusieurs éléments ont d'ores et déjà pu être identifiés dans la littérature. Nous nous proposons dans un premier temps de les préciser et de formuler les hypothèses qui permettront ensuite de mieux les tester.

2.4. Les leviers de l'obtention de financements complémentaires

La notion de validation de la campagne est un premier élément à prendre en compte. En effet, une campagne d'ECF fonctionne sur le principe du « *All or nothing* » : si le financement demandé initialement n'est pas atteint à la fin de la campagne, cette dernière n'est pas validée, l'entrepreneur ne reçoit aucun fonds, et les contributeurs sont intégralement remboursés. Ce principe est toutefois atténué dans l'ECF. Les plateformes fixent en général des seuils à atteindre afin de valider la campagne, variables en fonction des plateformes et des projets. Ces seuils sont inférieurs au montant initialement demandé. En pratique, une entreprise est garantie d'obtenir les fonds engrangés si ceux-ci atteignent par exemple 75% du montant fixé en début de campagne. Ainsi, le niveau de financement atteint peut être une indication sur la confiance que portent les contributeurs dans le projet. Si le montant initialement demandé est atteint, voire dépassé, cela pourrait être analysé par des investisseurs potentiels comme un signal sur la qualité du projet, renforçant la légitimité de l'entrepreneur, ce qui peut avoir des conséquences sur l'obtention de financements complémentaires. Une première hypothèse est ainsi posée :

H1 : L'atteinte ou le dépassement de l'objectif initial de financement à l'issue de la campagne augmente les chances d'obtention de financements complémentaires.

Les recherches consacrées aux critères de décision d'investissement des BA et des CI mettent en exergue l'importance pour ces derniers de bien appréhender le marché potentiel d'une entreprise. L'étude de Mason et Stark (2004) montre que la connaissance du marché apparait comme un critère majeur dans leur prise de décision. L'analyse du discours de différents BA et

CI interrogés dans l'étude révèle que la fréquence d'apparition de cette thématique a quasiment le même poids que les thématiques relatives aux aspects financiers de l'investissement.

Lehner et al. (2015) mettent en évidence, à partir de différents entretiens avec des start-ups financées par CF, que ce mode de financement est un excellent test avant la mise sur le marché du produit ; test sur l'acceptation et la « légitimité » du produit par la foule. Ce test serait effectivement utilisé dans certains cas par les CI et conditionnerait la prise de décision d'investissement de BA ou de CI par la suite. On se retrouverait ainsi dans une relation d'agence dans laquelle les CI (le principal) délègueraient à la foule (l'agent) l'évaluation du marché potentiel. Si la décision finale s'appuie sur cette évaluation, cela pourrait valider en partie l'argument de « la sagesse de la foule ». Mollick (2014) ou Schwienbacher et Larralde (2010), ajoutent que le recours à l'ECF est un outil de promotion du projet,qui permet de mesurer l'engouement du public pour le projet, et de signaler le marché potentiel du produit/service proposé. L'évaluation de ce marché peut se faire à plusieurs niveaux dans l'ECF :

- Par la connaissance du marché qu'ont les contributeurs et la plateforme lors de la sélection des projets : niveau « pré-campagne »
- Par l'engouement du public au moment de la campagne et à l'issue de celle-ci par la communication autour de la réussite de la campagne (s'entend par l'atteinte des objectifs de financement) : niveau « post-campagne »

Si le premier niveau d'évaluation renvoie à la « sagesse de la foule », le second niveau implique que le contributeur soit également vu comme un client potentiel. Or, dans le cadre de l'ECF, seule une forme de projet correspond à cette caractéristique. En effet, cela nécessite que le produit/service proposé soit à destination du consommateur final, soit un projet de type « *B to C* » (contrairement à un projet de type « *B to B* » où l'entreprise vend à une autre entreprise).

Dans le cadre de l'ECF, de nombreux projets sont de type « *B to C* » (Bessière et Stéphany, 2014). Les stratégies de légitimation par la foule pourraient dans ce cas être plus efficaces, ou du moins perçues comme telles par des investisseurs potentiels. Ceci nous amène à formuler une autre hypothèse :

H2 : Les projets de type « B to C » ayant validé leur campagne d'ECF ont plus de chances d'obtenir des financements complémentaires.

Il convient également à ce niveau de s'intéresser à un autre élément : un projet de start-up est mené par un porteur de projet. Les recherches conduites sur les décisions de financements des BA et des CI soulignent l'importance donnée à la connaissance et à la confiance en cet

entrepreneur. L'étude de Mason et Stark (2004) montre que la question de l'entrepreneur est un élément revenant très régulièrement dans le discours des BA et des CI.

Dans l'ECF, le porteur de projet occupe également une place importante ; il est l'interlocuteur de l'ensemble des contributeurs quant aux différentes questions qu'ils peuvent se poser pendant la campagne (les plateformes d'ECF mettant en place des forums de discussion pour les projets à financer). La confiance en l'entrepreneur est centrale dans l'ECF (Agrawal et al., 2013 ; Mollick, 2014 ; Schwienbacher et Larralde, 2010).

Deux principales caractéristiques du porteur de projet sont identifiées dans les différentes études menées sur le financement des start-ups :

- Le niveau d'étude de l'entrepreneur : les projets pour lesquels celui-ci serait détenteur d'un *MBA*[13] , qui pourrait être un signal sur le niveau d'expérience professionnelle dans le monde des affaires, peut augmenter le nombre d'investisseurs dans le projet, influençant la validation de la campagne. (Ahlers et al., 2015, sur des projets financés dans le cadre de l'ECF)
- L'expérience passée de l'entrepreneur : un porteur de projet qui aurait déjà eu une expérience d'entrepreneuriat par le passé démontrerait la solidité de ce dernier pour mener à bien le projet, contribuant à attirer des investisseurs externes (Levie et Gimmon, 2008, dans une étude sur les décisions de financements des BA et des CI)

Ceci nous amène à formuler une troisième hypothèse :

H3 : Un projet financé par ECF pour lequel le porteur a déjà eu une expérience entrepreneuriale par le passé a plus de chance d'obtenir un financement complémentaire.

Enfin, une dernière spécificité de l'ECF peut avoir un rôle déterminant quant à l'accès à des financements complémentaires : le mode de gestion de la participation. En effet, une fois la campagne de levée de fonds validée, deux modes de suivi de la participation existent actuellement (Bessière et Stéphany, 2014) :

- Un modèle de gestion « en Holding » : les participations sont regroupées au sein d'une Holding, souvent gérée par la plateforme d'ECF. Cette Holding va ainsi organiser le suivi de la participation (mise en place de reporting), mais va également préparer la sortie du capital

[13] « *Master of Business Administration* » : diplôme en lien avec la gestion d'entreprise et la conduite d'affaires

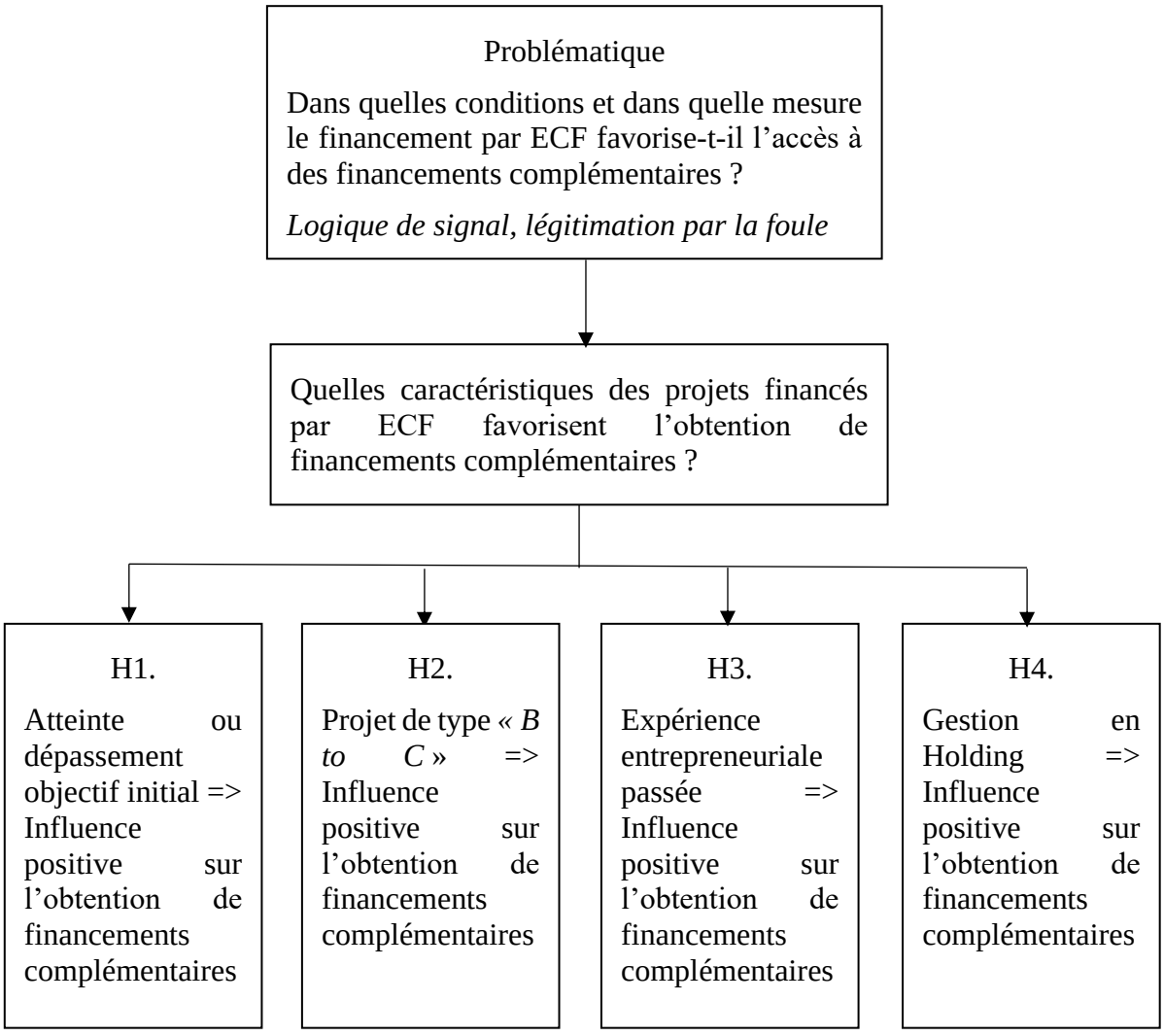
- Le second modèle de gestion est appelé gestion « en club » : chaque contributeur va gérer sa participation « en direct » avec le dirigeant, la plateforme ne joue ici aucun rôle de coordination

Ces deux modèles peuvent avoir un impact sur l'entrée de nouveaux investisseurs dans des tours de tables ultérieurs. En effet, il serait possible que des investisseurs en capital, tel que les BA et les CI, préfèrent investir dans une entreprise dans laquelle ils se retrouvent dans un tour de table avec un seul interlocuteur (le représentant de la Holding) plutôt qu'avec une multitude de petits porteurs. Cela nous conduit à formuler une dernière hypothèse :

H4 : Un projet financé par ECF qui adopte un modèle de suivi de la participation en Holding a plus de chance d'obtenir un financement complémentaire.

A l'issue de cette revue de la littérature, nous pouvons représenter notre modèle de recherche par le schéma suivant :

Schéma 10: Modèle de recherche



3 Méthodologie et résultats

3.1. Méthodologie

3.1.1. La construction d'une base de données

Comme nous l'avons expliqué précédemment, nous nous sommes intéressés aux projets financés par ECF en France. Le choix de la France s'explique par le fait que c'est l'un des premiers pays à avoir mis en place une réglementation spécifique à l'ECF, et ce dès 2014 (si les Etats-Unis ont également légiféré sur ce point en 2012, les articles concernant l'accès au capital des start-ups à des investisseurs non qualifiés n'entreront en vigueur que fin janvier 2016). De plus, peu d'études se sont intéressées à l'ECF en France, justifiant le choix de cette zone géographique pour notre étude.

A notre connaissance, aucune base de données n'existe à l'heure actuelle en France, comme cela peut exister pour d'autres formes de financement, notamment par CI. Pour les besoins de notre analyse, nous avons donc dû rassembler un ensemble d'informations sur ces projets afin de constituer notre base de données.

La première étape pour construire cette dernière est d'identifier les plateformes qui permettent ce financement. Depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation française en matière d'ECF en 2014, et afin de rassurer les porteurs de projets et les investisseurs, les plateformes doivent être immatriculées auprès du registre de l'ORIAS[14] et sont régulées par l'AMF[15]. Les plateformes ont donc entamé pour la plupart les procédures d'immatriculation. 29 plateformes sont actuellement enregistrées et sont autorisées à exercer après examen de l'AMF. La collecte de données étant très lourde à mettre en place, nous avons décidé de nous focaliser sur les premières plateformes enregistrées à l'ORIAS. Elles sont au nombre de 4 : Wiseed, Anaxago, Lumo, Sowefund.

Nous avons par la suite récupéré un ensemble d'éléments sur les projets financés sur ces plateformes : montants demandés et reçus, profil du fondateur, type de clientèle (particuliers ou entreprises) notamment. Une première limite méthodologique apparait ici. Les plateformes ne conservent sur leur site internet que les campagnes qui ont atteint le seuil minimum de financement afin de valider l'opération ; dans les autres cas, la fiche du projet est retirée du site.

[14] Organisme pour le registre des intermédiaires en assurance : c'est auprès de cet organisme que les plateformes d'ECF s'enregistrent en France

[15] Autorité des marchés financiers : organisme de contrôle des marchés financiers et des intermédiaires (dont les plateformes d'ECF)

Nous ne pouvons donc pas faire de comparaison entre des financements obtenus par BA/CI/prêt bancaire pour des entreprises financées par ECF et celle qui ne l'ont pas été. Nous sommes conscients du fait que cette absence d'information induit potentiellement un « biais du survivant » (« *Survival Bias* ») susceptible d'affecter les résultats de notre étude, dans le sens où les projets ayant atteint ou dépassé leurs objectifs de financement pourraient être plus enclins à obtenir des financements complémentaires, relativement à ceux dont la campagne a été arrêtée faute de levée de fonds suffisants. Néanmoins, il n'existe pas d'alternative, permettant de vérifier ou corriger ce biais, puisque les données sur les projets retirés par les plateformes ne sont pas disponibles.

Par ailleurs, la base de données regroupe l'ensemble des projets financés depuis la création de la plateforme jusqu'aux projets clôturés avant le 31 Mars 2016. Notre choix s'est porté sur les projets dont les campagnes sont clôturées depuis au moins huit mois, délai qui nous apparaît suffisant pour avoir un retour d'information de la part du porteur de projet sur l'obtention de financements complémentaires à l'issue de sa campagne.

Une difficulté supplémentaire rencontrée lors de cette phase est que certaines plateformes ne présentent plus les caractéristiques des projets (montants demandés notamment) une fois celui-ci financé. De plus, les montants finaux effectivement levés ne sont pas indiqués.

Pour corriger ce déficit informationnel, et ainsi obtenir ces informations manquantes, nous avons élaboré un questionnaire à destination des dirigeants d'entreprise des projets identifiés sur ces plateformes.

3.1.2. Collecte de données manquantes : élaboration d'un questionnaire

Pour les besoins de notre étude, il nous a fallu recueillir deux types de données manquantes :

Les caractéristiques des projets non visibles sur les plateformes (montants demandés pour les projets les plus anciens et montants finaux reçus)

L'issue de la campagne : y-a-t-il eu financement par BA, CI ou prêt bancaire traditionnel à l'issue de la campagne ?

Pour ce faire, un questionnaire électronique a été élaboré sur le site SurveyMonkey, qui offre la possibilité de créer et d'administrer très simplement un questionnaire internet.

Ce dernier est scindé en plusieurs parties :

- Une première partie sur les caractéristiques de l'entreprise : montant demandé lors de la campagne, montant effectivement reçu, mais également la présence de BA, CI ou encore un prêt bancaire avant le lancement de la campagne (cette dernière donnée est utilisée comme variable de contrôle, comme nous le verrons par la suite)
- Dans une seconde partie, nous avons demandé si l'entreprise avait obtenu des financements complémentaires de la part de BA après l'achèvement de leur campagne
- Puis le questionnaire reprend la question de la seconde partie, pour les CI cette fois
- Dans une dernière partie, nous cherchons à savoir si un prêt bancaire a été obtenu

Après avoir testé le questionnaire sur un échantillon de 5 projets choisis aléatoirement dans notre base de données, le questionnaire a été tout d'abord envoyé entre novembre 2015 et janvier 2016, puis entre novembre 2016 et janvier 2017 auprès de l'ensemble des dirigeants d'entreprise.

3.2. Résultats

3.2.1. Statistiques descriptives

Notre base de données regroupe 138 projets financés par ECF en France sur les quatre plateformes retenues. Parmi ces 138 projets, 10 ne sont plus en activité. Le questionnaire a donc été diffusé auprès des 128 projets encore en activité en novembre 2016. Le taux de réponse est de 65,63% (84 répondants sur 128 questionnaires envoyés). Le tableau suivant présente les résultats obtenus :

Tableau 6 : Résultats des questionnaires concernant l'obtention de financement complémentaire par BA, CI et financement bancaire à l'issue d'une campagne d'ECF

Question	BA	CI	Financement bancaire
Présence d'un BA, d'un CI ou d'un financement bancaire avant le début de la campagne d'ECF	Oui : 34,52% Nombre d'observations : 29	Oui : 13,10% Nombre d'observations : 11	Oui : 27,38% Nombre d'observations : 23
Obtention de financement complémentaire à l'issue de la campagne	Oui : 35,71% Nombre d'observations : 30	Oui : 0,00% Nombre d'observations : 0	Oui : 36,90% Nombre d'observations : 31

Plusieurs observations peuvent être faites à ce niveau :

- Un BA est présent dès le départ dans plus d'un tiers des cas (34,52%), un CI dans 13,10% des entreprises répondantes, et 27,38% des répondants déclarent avoir obtenu un financement bancaire avant le début de la campagne de financement par ECF. Plusieurs explications peuvent être données quant à cette présence de financements ex ante :
    - Les BA et les CI ont déjà apporté une valeur ajoutée au projet lors des étapes précédant la campagne de financement par ECF. Ces projets étant plus « aboutis », ils ont plus de chances d'être sélectionnés par les plateformes. La question qui se pose dès lors est de savoir si la seule présence de BA et de CI avant peut avoir une influence sur l'arrivée d'autres investisseurs du même type à l'issue de la campagne, ou si la campagne d'ECF a tout de même un effet sur « l'après campagne ». Nous nous proposons d'étudier cette question dans la partie suivante
    - La décision de mettre en place une campagne d'ECF serait pour partie la volonté des BA et des CI, qui, par ce biais, pourraient tester l'approbation du projet par la foule. Cela rejoint l'argument de délégation de l'évaluation du marché potentiel à la foule. De nouveau, nous testons cette hypothèse par la suite
    - Le pourcentage d'entreprise ayant obtenu un financement bancaire avant le début de la campagne est en revanche relativement faible. Ce résultat semble cohérent avec les différentes études montrant que la forte opacité caractérisant les start-ups rend l'accès à un financement par dette difficile, d'où la nécessité de trouver d'autres sources de financement dans les premiers stades de développement d'une entreprise
- On observe une grande différence quant à l'obtention de financements complémentaires, une fois la campagne d'ECF aboutie : si 30 entreprises (35,71% de l'échantillon) ont obtenu un financement par BA à l'issue de leur campagne, et dans 36,90% des cas un prêt bancaire, aucun financement n'a été accordé par les CI. Plusieurs explications peuvent être avancées :
    - Du fait de la proximité entre les motivations des BA et des contributeurs à l'ECF, comme nous l'avons expliqué précédemment, il est possible que ces deux types d'acteurs se retrouvent ensemble dans des projets semblables

- Le faible taux d'obtention de financement par CI doit être regardé avec prudence : en effet, plusieurs études s'intéressant au processus d'investissement des BA et des CI (Van Osnabrugge, 2000 notamment) montrent des différences entre ces acteurs. Les CI prendraient plus de temps en termes de vérifications des données de l'entreprise ou de rédaction de contrat sur mesure que les BA. Le processus d'investissement serait donc plus long pour les CI, ce qui peut expliquer qu'aucun financement n'ait été obtenu huit mois seulement après la fin de la campagne. Il serait intéressant de poser de nouveau cette question ultérieurement afin de valider ou d'infirmer cette explication
- En ce qui concerne l'obtention de prêt bancaire, une observation de la base de données révèle un élément intéressant : parmi les 31 entreprises ayant reçu un prêt bancaire à l'issue de la campagne, seules 5 d'entre elles (16,13%) avaient déjà obtenu un prêt avant le début de la campagne d'ECF. Il serait donc possible que la campagne d'ECF ait eu une influence sur l'octroi d'un prêt. Nous nous proposons de déterminer quelles caractéristiques du projet ont pu influer sur l'obtention de ce prêt dans la section suivante

Si l'on peut observer que dans certains cas, les projets financés par ECF ont effectivement obtenu des financements complémentaires, il convient à présent d'approfondir l'analyse afin de mettre en évidence les déterminants de cet accès.

3.2.2. Les déterminants l'accès à des financements complémentaires

Pour approfondir l'analyse des résultats des questionnaires et tester nos hypothèses de travail, nous avons construit différents modèles Logit (régressions logistiques binomiales). A partir de notre base de données, nous avons pu construire différentes variables pour déterminer les caractéristiques des projets qui peuvent influer sur l'obtention de financements complémentaires. Le tableau ci-dessous présente ces variables :

Tableau 7 : Définition des variables utilisées dans les régressions logistiques

Nom de la variable	Définition
Variables expliquées :	
- **FinancementBA**	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise a obtenu un financement complémentaire par BA, 0 dans le cas contraire

- **FinancementCI**	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise a obtenu un financement complémentaire par CI, 0 dans le cas contraire
- **FinancementBanque**	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise a obtenu un financement complémentaire par prêt bancaire,0 dans le cas contraire
Variables explicatives :	
- **ExpFondateur**	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le fondateur de l'entreprise a déjà eu une expérience entrepreneuriale dans le passé, 0 dans le cas contraire
- **ObjectifDépassé**	Variable binaire prenant la valeur 1 si le financement obtenu est strictement supérieur au financement demandé, 0 dans le cas contraire (campagne validée mais objectif non atteint)
- **BtoC**	Prend la valeur 1 si l'activité de l'entreprise est de type « *B to C* », 0 si son activité est de type « *B to B* »
Variables de contrôle	
- **BAavant**	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si un BA était présent dans l'entreprise avant le début de la campagne, 0 sinon
- **CIavant**	Variable binaire prenant la valeur 1 si un CI était présent dans le projet avant le début de la campagne, 0 dans le cas contraire
- **BanqueAvant**	Variable dichotomique prenant la valeur 1 l'entreprise disposait d'un prêt bancaire avant le début de la campagne,0 sinon

Une observation de la base de données indique un point intéressant : on note une colinéarité parfaite entre le fait que l'entrepreneur ait un *MBA* et qu'il ait une expérience passée dans l'entrepreneuriat. Nous avons donc décidé de ne retenir que la caractéristique « expérience passée » dans nos modèles statistiques, variable qui nous parait être la plus pertinente pour étudier le profil du fondateur en tant que signal sur la qualité du projet.

3.2.2.1 L'obtention de financement complémentaire par BA

Les résultats de notre analyse sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 8 : Résultats de la régression logistique dans le cadre des financements par BA

		Obtention de financement complémentaire à l'issue de la campagne
		Coefficient
Variables explicatives	ExpFondateur	1,678*
	BtoC	3,085**
	ObjectifDépassé	2,017**
	Holding	1,474*
	BAavant	-0,119
	CIavant	-19,939
	BanqueAvant	-0,050
	Constante	-3,515
	R^2 Nagelkerke	0,571

Ces résultats montrent plusieurs éléments intéressants :

- Les projets pour lesquels l'objectif de levée de fonds est dépassé (variable « *ObjectifDépassé* ») ont significativement plus de chances d'obtenir un financement complémentaire à l'issue de la campagne. L'hypothèse **H1** est donc confirmée dans le cas d'un BA. Le fait que les objectifs soient dépassés pourrait donc être vu par les investisseurs comme un signal sur la qualité réelle du projet, ce qui influerait sur la possibilité d'obtenir des financements complémentaires. Cet élément peut s'inscrire dans une logique de légitimation par la foule. De plus, il est possible, comme nous l'avons expliqué précédemment, que les BA attendent l'issue de la campagne d'ECF pour prendre leur décision de financement, ce qui peut en partie attester l'hypothèse selon laquelle les investisseurs potentiels délègueraient à la foule l'évaluation des projets. Il n'est toutefois pas possible d'en attester, ce qui appelle des recherches supplémentaires sur ce point
- Lorsque le projet est de type « *B to C* », les chances d'obtention de financement complémentaire sont significativement plus élevées que pour un projet « *B to B* ». Cela tend à confirmer l'hypothèse **H2**. La campagne pourrait donc servir de validation d'un marché potentiel, légitimant ainsi le projet aux yeux d'investisseurs potentiels

- Le profil du fondateur, et notamment le fait d'avoir une expérience précédente dans l'entrepreneuriat, n'a aucune influence significative sur « l'après campagne », ce qui ne permet pas de confirmer l'hypothèse **H3**. Cela va à l'encontre des résultats des études menées sur les facteurs de succès d'une campagne d'ECF, ainsi que des études sur le financement par BA et par CI qui ont identifié le profil du fondateur comme un élément important dans la prise de décision de financement.
- Une entreprise financée pour laquelle les participations sont regroupées au sein d'une holding a plus de chance d'obtenir un financement complémentaire, confirmant également l'hypothèse **H4**. Cela peut s'expliquer par le fait que les BA souhaitent dialoguer avec un interlocuteur unique lors de tour de table rassemblant BA et ECF, plutôt qu'avec un ensemble de petits porteurs. L'entrepreneur devrait dans ce cas porter une attention particulière quant au choix du modèle de suivi de la participation, et plus généralement à la plateforme d'ECF où il souhaite déposer son projet
- Enfin, le raisonnement découlant des régressions logistiques se faisant *ceteris paribus*, il est intéressant de noter que la présence de BA ou de CI avant le lancement de la campagne n'est pas corrélée avec l'issue de celle-ci en termes d'obtention de financements complémentaires. Les caractéristiques propres de la campagne auraient donc un effet sur l'accès à des ressources externes. Cela va dans le sens d'une validation de « la sagesse de la foule » quant à l'évaluation des projets. Il serait toutefois intéressant d'approfondir cette question par des entretiens menés avec les BA

3.2.2.2 L'obtention de financement complémentaire par CI

Comme nous l'avons montré dans la présentation des résultats des questionnaires, aucun financement complémentaire n'a été obtenu auprès d'un CI à l'issue de la campagne. Par conséquent, il n'est pas possible de confirmer les hypothèses dans le cas des CI.

Nous supposons que cela peut s'expliquer par la durée des processus d'investissement. Cependant, il est également possible que les CI ne soient pas attirés par ces projets financés par ECF.

Ce manque de résultats appelle des recherches complémentaires afin de comprendre cette disparité entre les BA et les CI, ce qui pourrait être fait notamment par la conduite d'entretiens auprès de ces acteurs afin de comprendre ce qui les motiveraient à investir dans des entreprises préalablement financées par ECF, dans le cadre d'une étude qualitative.

3.2.2.3 L'obtention de financement complémentaire par prêt bancaire

Les résultats de la régression logistique sont présentés dans le tableau ci-dessous

Tableau 9 : Résultats de la régression logistique dans le cadre des financements par prêt bancaire

		Obtention de financement complémentaire à l'issue de la campagne
		Coefficient
Variables explicatives	ExpFondateur	1,221
	BtoC	2,441**
	ObjectifDépassé	2,244**
	Holding	-1,014
	BAavant	-0,239
	CIavant	-20,221
	BanqueAvant	-0,101
	Constante	-2,900
	R^2 Nagelkerke	0,536

Plusieurs constats peuvent être faits :

- De même que pour les BA, une entreprise qui a dépassé ses objectifs de levées de fonds a significativement plus de chance d'obtenir un prêt bancaire par la suite, confirmant ainsi l'hypothèse **H1**. De nouveau, cela peut attester de l'effet signal lié au dépassement des objectifs initiaux, et donc d'une légitimation du projet par la foule. Cependant, il est également possible que le dépassement de l'objectif initial ne soit analysé par la banque qu'à travers les ratios financiers, du fait du renforcement des fonds propres de l'entreprise, augmentant ainsi les chances d'obtenir un prêt bancaire. Ce résultat appelle des recherches supplémentaires
- L'hypothèse **H2** est également confirmée : une entreprise dont le produit/service est destiné à des particuliers a significativement plus de chance d'obtenir un prêt bancaire. L'aspect de validation du marché par la foule peut de nouveau expliquer ce résultat
- Les hypothèses **H3** et **H4** ne sont quant à elle pas confirmées. La modèle de gestion de la participation et le profil du fondateur n'ont pas d'influence sur l'obtention d'un prêt bancaire. Cela peut s'expliquer par le fait que ce sont les caractéristiques financières du projet qui restent prépondérantes dans l'octroi d'un prêt bancaire. De même, une banque

ayant une relation d'affaires différente d'un actionnaire avec l'entrepreneur, le mode de suivi des participations peut ne pas avoir d'impact sur l'octroi de prêt

- Enfin, comme dans le cas des BA, on observe que ce sont des caractéristiques intrinsèques de la campagne qui ont une influence sur l'obtention de financements complémentaires ex-post, et non pas la présence d'investisseurs ou de banque avant le début de la campagne. Ce résultat méritera cependant être approfondi dans des recherches ultérieurs, par exemple par des entretiens menés auprès de banques

3.2.3. Synthèse des résultats

Les différents résultats de notre étude peuvent être synthétisés comme suit :

Tableau 10 : Synthèse des résultats

	Résultats des questionnaires		Résultats des régressions logistiques			
	Présence avant la campagne (% de répondants)	Obtention de financement complémentaire à l'issue de la campagne (% de répondants)	Test de H1 : Influence du dépassement des objectifs de levés de fonds	Test de H2 : Influence des projets de type « *B to C* »	Test de H3 : Influence du profil du fondateur	Test de H4 : Influence du modèle de gestion en club
BA	34,52%	35,71%	H1 confirmée	H2 confirmée	H3 confirmée	H4 confirmée
CI	13,10%	0,00%	Non testables			
Banque	27,38%	36,90%	H1 confirmée	H2 confirmée	H3 non confirmée	H4 non confirmée

4 Discussion

Notre étude vise à approfondir les résultats des premières recherches menées sur le CF en tant que facilitateur d'accès à d'autres modes de financement. Ces premières études s'appuient sur des études de cas limitées à quelques projets (l'étude de Lehner et al., 2015 s'appuie sur quatre projets ayant connu une forte exposition médiatique) ou à des entretiens menées avec des

porteurs de projets (on peut citer ici l'étude de Green et al., 2015, qui interrogent cinq entrepreneurs). L'originalité de notre étude vis-à-vis des études citées réside en deux points :

- Nous nous intéressons aux entreprises financées par ECF en France. Les précédentes études s'intéressent à une autre forme de CF où le contributeur ne devient pas actionnaire de l'entreprise, mais reçoit en avance le produit qu'il a financé. On se retrouve plutôt dans le cadre du *Reward-based Crowdfunding*. De plus, les entreprises étudiées sont implantées sur des marchés américains ou anglais. Le choix de la France confère donc un caractère original à cette recherche
- Nous avons décidé de développer une démarche quantitative pour notre étude, contrairement à la plupart des recherches sur la question. L'adoption d'une démarche quantitative est d'autant plus originale qu'elle reste difficile à mettre en place, du fait de l'absence de bases de données complètes sur les projets financés par ECF (ce qui n'est pas le cas des études sélectionnant des projets sur de grandes plateformes de *Reward-Based Crowdfunding* comme Kickstarter, où l'information est beaucoup plus facilement accessible)

Les résultats de l'étude tendent à conforter certains éléments déjà identifiés par les auteurs concernant les motivations des entrepreneurs à recourir au CF. En effet, les corrélations mises en évidence (l'impact du succès dans le cadre d'un projet « *B to C* » ainsi que le dépassement des objectifs de campagne) semblent en accord avec l'intérêt que portent les porteurs de projet quant à la mobilisation de la foule. Cette dernière pourrait donc, dans certains cas, contribuer à accroitre la légitimité du projet auprès d'investisseurs externes, ce qui va dans le sens de l'argument de « la sagesse de la foule ». Les décisions des contributeurs étant « sages », ou en tout cas perçues comme telles, les caractéristiques des projets qui découlent de sa mobilisation seraient ainsi des signaux effectifs sur la qualité du projet. Il est toutefois important de noter que ces résultats ne sont valables que pour les BA, aucun financement n'étant accordé par les CI dans notre étude. Comme nous l'avons expliqué précédemment, il semblerait qu'il y ait de plus fortes similarités entre les motivations des BA et des contributeurs qu'entre ces derniers et les CI, pour lesquels les motivations financières restent prépondérantes dans leur décision de financement, ce qui peut expliquer en partie ce contraste au niveau des résultats. D'autres explications (comme la durée du processus d'investissement des CI) peuvent également être avancées, sans que nous ne puissions les vérifier dans le cadre de notre étude, ce qui appelle des travaux complémentaires sur le sujet.

Notre étude met également en avant la possibilité que la campagne d'ECF soit utilisée par des investisseurs potentiels comme un test sur le marché potentiel de l'entreprise, qui répondrait à une logique de délégation de l'évaluation des projets à la foule. Cela pose donc la question de la qualité de cette évaluation, et par de la rationalité des individus impliqués dans celle-ci. Bessière et Stéphany (2014) soulignent le risque que les décisions des investisseurs soient prises par mimétisme. Un comportement « moutonnier » (« *herd behavior* ») de la part d'investisseurs pourrait avoir des effets sur par la suite. De tels comportements peuvent avoir pour conséquence un excès d'optimisme de la part d'investisseurs futurs quant à la valeur réelle du projet. Charreaux (2005) explique que ces biais comportementaux peuvent parfois frapper les marchés financiers, ce qui peut être à l'origine de bulles spéculatives, par le fait que la valeur de marché s'écarte de la valeur intrinsèque. Cela a été notamment le cas lors de l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000, qui trouve ses origines pour partie dans l'excès de confiance des investisseurs vis-à-vis de la valeur réelle des start-ups internet (Scheinkman and Xiong, 2003). De nombreuses entreprises du secteur internet auraient été surévaluées. Les rendements effectifs étant inférieurs aux rendements attendus, cela a conduit à une crise de confiance des investisseurs et à l'éclatement de la bulle internet. Les CI ont également été touchés par cette crise du fait de leur sensibilité aux signaux envoyés par les marchés financiers (Gompers et al., 2008). Ceci peut également affecter les entreprises financées par ECF. L'évaluation par la foule étant sujette à des biais comportementaux, il convient de considérer avec prudence l'intensité du succès de la campagne. Il est dès lors nécessaire d'analyser les comportements des contributeurs en termes de prise de décision, et également le regard porté par les investisseurs (BA et CI notamment) vis-à-vis de l'évaluation par la foule, et le crédit qu'ils portent à celle-ci, ce qui appellent des recherches supplémentaires sur le sujet.

L'ensemble de ces éléments apportent un éclairage théorique sur l'utilité du recours à l'ECF, mais également sur les risques qui y sont associés.

Enfin, des apports managériaux peuvent découler des résultats de cette recherche. En effet, la recherche de légitimité requiert de trouver des éléments pertinents pour signaler la qualité de son projet. Dans ce cadre, les déterminants mis en exergue par l'étude permettraient aux entrepreneurs de mieux cibler les éléments de communication autour du projet dans le but d'attirer de nouveaux investisseurs. Les plateformes de CF peuvent également trouver un intérêt à cette recherche en améliorant la visibilité de certaines caractéristiques du projet sur la plateforme ; caractéristiques qui sont à l'heure actuelle non visible.

5 Conclusion

Cette étude est une première étape à la compréhension de l'utilité du CF dans « l'après campagne », élément encore très peu étudié à l'heure actuelle. Elle permet de confirmer certaines recherches sur les notions de signal et de légitimation du projet dans le cadre du *Crowdfunding*, tout en s'intéressant à un pays peu étudié, et pourtant très avancé en termes de législation ; à savoir la France.

Cette recherche comporte toutefois des limites. Tout d'abord, la base de données constituée ne regroupe qu'un relativement faible nombre de projets financés, du fait du caractère encore émergent de l'ECF. De plus, aucun résultat n'a pu être dégagé quant à l'accès au financement par CI, ce qui appelle à des recherches complémentaires dans ce domaine. Enfin, si des corrélations ont pu être mises en évidence, aucun lien de causalité ne peut être formulé.

Ce travail ouvre donc des perspectives pour des recherches ultérieures. Les résultats obtenus pourraient être tout d'abord affinés et complétés grâce à une base de données plus conséquente. D'autres variables peuvent également être envisagées : le secteur d'activité de l'entreprise ou encore la forme de suivi de la participation (regroupement des contributeurs au sein de *holding* ou gestion « en direct » de chaque participation par les contributeurs). Ces éléments n'ont pas pu être intégrés à notre analyse du fait de la faible taille de notre échantillon de répondants. Ensuite, ces résultats pourraient être croisés avec le discours des acteurs identifiés (entrepreneurs, BA, CI). Enfin, dans le cas où des financements complémentaires sont obtenus, il serait intéressant d'étudier les conséquences de l'entrée en capital d'acteurs hétérogènes dans la gouvernance des entreprises, dans une perspective d'analyse en termes de syndication.

Chapitre 3. Performance des entreprises financées par Equity-Crowdfunding

Résumé

Cet article vise à étudier l'impact du financement par *Equity-Crowdfunding* sur la performance des entreprises financées. Ce nouveau mode de financement en fonds propres des entreprises fait intervenir deux nouveaux acteurs, la foule et la plateforme. Ces acteurs interviennent généralement dans des entreprises en phase de démarrage, et peuvent ainsi se retrouver dans des projets semblables à un autre acteur de la finance d'entreprise : les *Business Angels*. En précisant les caractéristiques principales de ces modes de financement, nous cherchons à identifier les effets que leur intervention peut produire sur la création de valeur de l'entreprise. A partir d'un échantillon de 952 entreprises financées par ces investisseurs dans quatre pays européens et d'une méthodologie quantitative de comparaison de moyenne et d'appariement par les scores de propension, nous proposons de voir si le financement par *Equity-Crowdfunding* participe ou non à la création de valeur d'une entreprise, et en quoi sa contribution peut différer de celle d'un *Business Angel*. Les résultats de notre étude montrent que si les entreprises financées par ces deux investisseurs présentent des performances comparables, l'effet de leur intervention sur cette performance diffère.

Mots-clés : Equity-Crowdfunding – Business Angels – Gouvernance – Performance

1 Introduction

Apparu vers le milieu des années 2000, le *Crowdfunding* (CF) est un mode de financement en pleine expansion ces dernières années. Une première définition du CF a été proposée par Schwienbacher et Larralde (2010) : "*an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes*". Il s'agit donc de faire financer des projets divers par un grand nombre de contributeurs. Ces appels au financement s'effectuent par l'intermédiaire de plateformes spécialisées sur Internet, et les souscripteurs peuvent obtenir des contreparties diverses en échange de leur contribution.

La composition de la foule de souscripteurs a évolué avec la démocratisation de ce mode de financement. Si, à l'origine, les souscripteurs étaient des investisseurs individuels, des acteurs institutionnels (banques, capital-investissement) se sont peu à peu intéressés au CF. De ce fait, différentes formes de *Crowdfunding* ont vu le jour[16].

Parmi celles-ci, l'*Equity-Crowdfunding* (ECF) propose aux contributeurs de souscrire des titres financiers des entreprises dans lesquelles ils investissent, les contributeurs devenant ainsi actionnaires de l'entreprise financée. Ahlers et al. (2015) définissent ainsi l'ECF comme « *a form of financing in which entrepreneurs make an open call to sell a specified amount of equity or bond-like shares in a company on the Internet, hoping to attract a large group of investors* ».

La littérature sur le financement par ECF montre que ce dernier se retrouve au « même niveau » que d'autres acteurs de ce que l'on appelle le « *seed capital* » (financement des premiers stades de vie d'une entreprise), à savoir les *Business Angels* et les sociétés de Capital Investissement (et plus particulièrement le *Venture Capital*). Ces acteurs interviennent généralement dans des entreprises de type start-ups et tentent de répondre aux problématiques d'accès à des ressources de financement en fonds propres d'entreprises dans les premières étapes de leur vie. En effet, ces jeunes entreprises n'ont pas d'historique. Elles présentent pour des investisseurs potentiels un plus haut degré de risque, du fait de l'opacité informationnelle inhérente à l'absence d'historique. Les start-ups doivent de ce fait faire des efforts considérables pour signaler les caractéristiques de leur projet qui permettraient d'attirer de nouveaux investisseurs pour combler leur besoin en financement et ainsi ne pas se retrouver en situation d'*Equity Gap* (déficit en capital social d'une entreprise).

[16] Voir Bessière et Stéphany (2014) pour une présentation complète des divers types de CF

Si les difficultés d'évaluation du risque sont mises en évidence dans les recherches menées sur le financement par *Business Angels* (BA) et sociétés de Capital-Investissement (CI), elles montrent également que l'intervention de ces acteurs au sein d'une start-up, et leur implication dans celle-ci, tend à « professionnaliser » l'entreprise financée, limitant le risque lié à l'investissement, et influant ainsi sur le retour sur investissement (Harrison et Mason, 1992; Hellmann et Puri, 2002; Madill et al., 2005; Mason et Harrison, 2002; Mason et Stark, 2004; Van Osnabrugge, 2000).

Or, dans le cadre des recherches liées à l'ECF, certains auteurs ont montré une certaine proximité entre les motivations des BA et celles des contributeurs à l'ECF dans leurs motivations à investir (Agrawal et al., 2013; Madill et al., 2005), et notamment leur d'implication dans le projet. Si, comme nous venons de l'expliquer pour les BA, leur intervention peut impliquer des apports en termes de professionnalisation de l'entreprise, il serait également possible que ce soit le cas dans le cadre de l'ECF. En effet, Bessière et Stéphany (2014) soulignent que « *[l]'expertise de la foule peut dans certains cas être réelle dans le domaine d'activité, à défaut de l'être en matière d'évaluation financière* ».

Du fait de motivations proches entre BA et contributeurs à l'ECF, et de l'impact de l'intervention de BA sur la performance des entreprises, la question est ainsi de s'interroger sur l'effet du financement par ECF sur la performance d'une entreprise. Nous nous proposons dans cette étude d'apporter de premiers éléments de réponse. En effet, aucune étude, à notre connaissance, ne s'est intéressée à cette problématique, à savoir, si, de par leur proximité en termes de motivations et d'apport à l'entreprise, il existe une différence au niveau des performances d'entreprises financées par BA ou par ECF.

Pour ce faire, nous avons constitué un échantillon d'entreprises financées par ECF et par BA en Europe, et plus particulièrement dans les quatre principaux pays moteurs de ce mode de financement : France, Allemagne, Pays-Bas et Royaume-Uni. Des apports théoriques quant à l'impact de l'ECF sur l'incertitude autour de la valeur réelle d'un projet, ainsi que des apports managériaux en termes de choix d'investissement peuvent dès lors être envisagés.

La suite de cet article est organisée comme suit : une première partie sera consacrée à mettre en évidence les caractéristiques de l'ECF par rapport au BA, ainsi que les effets possibles de l'intervention de ces deux acteurs au sein d'une entreprise, ce qui nous permettra de préciser notre modèle de recherche. Puis nous présenterons notre méthodologie ainsi que nos résultats dans une seconde partie.

2 Revue de littérature et modèle de recherche

Dans cette première partie, nous allons tout d'abord examiner ce qui rapproche le financement des entreprises par ECF et par BA. Puis, nous analyserons les effets possibles de l'intervention de ces acteurs au sein de l'entreprise, ce qui nous permettra de définir précisément notre modèle de recherche

2.1. Caractéristiques du financement des entreprises par Equity-Crowdfunding et par Business Angels

Comme nous l'avons expliqué précédemment, l'ECF est un mode de financement en fonds propres qui intervient dans les premiers stades de vie d'une entreprise. L'ECF se retrouve ainsi au même niveau que d'autres acteurs de la finance d'entreprise, et notamment les *Business Angels*. Ces deux types d'investisseurs présentent à la fois des caractéristiques communes et des spécificités. C'est l'objet de cette première section.

2.1.1. Le processus de financement

Le choix d'un investisseur d'entrer dans le capital d'une entreprise résulte d'un processus de financement, qui peut être plus ou moins long selon les cas, et plus ou moins formalisé.

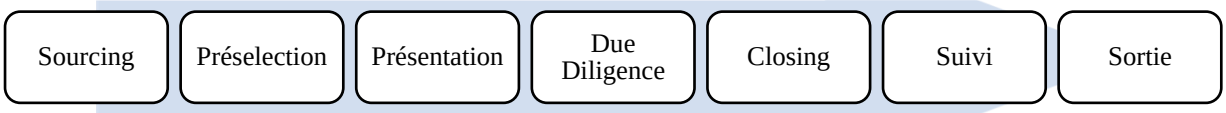
Si l'on compare les processus d'investissement des BA et des plateformes d'ECF, on peut remarquer que ces derniers sont très similaires :

Schéma 11: Le processus de financement par ECF (11a) et par BA(11b)

Schéma 11a Financement par ECF



Schéma 11b Financement par BA



Source : Adapté de la présentation www.wiseed.com (ECF) et de www.franceangels.org (BA)

Nous remarquons ainsi que les processus de financement de ces deux acteurs reprennent globalement les mêmes étapes de financement, à savoir :

- La réception de dossier et une première sélection
- Des « *Due diligence* », qui consiste en un ensemble de vérifications spécifiques sur les informations financières, juridiques, et plus généralement sur le projet
- Une structuration du « *deal* » (période de « *closing* ») : les détails de l'opération de financement sont finalisés, à savoir le pourcentage de capital qui sera détenu, la valorisation de l'action, les clauses du pacte d'actionnaire. Il est à noter que l'ensemble de ces éléments ont déjà fait l'objet d'un travail de préparation, qui a eu lieu lors de l'étape de *Due Diligence*. Il s'agit ici de finaliser ces éléments
- Un suivi de la participation : tout au long de la durée de l'investissement, contributeurs à l'ECF ou BA vont suivre l'évolution de l'entreprise, et donc de leur participation. Dans le cadre de l'ECF, deux modalités de suivi de la participation existent : les contributeurs peuvent gérer eux-mêmes leur participation (modèle dit « en club »), ou peuvent se regrouper au sein de holding, créée par les plateformes d'ECF
- Sortie de l'investissement : à l'issue de la durée de la participation, la procédure de sortie, qui a été définie au préalable dans le pacte d'actionnaire, s'effectue

Une des principales différences entre ECF et BA dans ce processus réside dans l'implication de la foule lors du processus de sélection des projets. En effet, après une première sélection par l'équipe de gestion de la plateforme d'ECF, les membres de la communauté sont invités à se prononcer sur différentes dimensions liées à celui-ci.

Ce processus de financement est commun à d'autres types de financement en fonds propres, et notamment au financement par CI. Cependant, comme le souligne Van Osnabrugge (2000), les moyens matériels et financiers dont disposent les BA en termes de conduite de *Due Diligence* sont moindre que dans le cas des CI. De ce fait, leur processus de sélection est moins formalisé. Ces contraintes se retrouvent également dans le cadre du financement par ECF.

Les processus de financement sont ainsi très proches chez ces deux acteurs, et se distinguent notamment des CI de par leur caractère moins formalisé. Si ce processus répond à des problématiques de choix d'investissement, les entreprises financées par ce biais restent des entreprises jeunes. Le risque est donc accru. Ainsi, il apparaît intéressant de s'interroger sur les motivations qui poussent BA et ECF à investir.

2.1.2. Motivations à l'investissement des BA et des contributeurs à l'ECF

Business Angels et contributeurs à l'ECF peuvent être appelés à financer des projets semblables, à savoir des entreprises en phase de démarrage. Il est dès lors intéressant d'analyser ce qui caractérise ces deux acteurs en termes de motivations à investir dans ce type d'entreprise.

De nombreuses études ont été menées sur ce thème, que ce soit pour les BA (Bonnet et Wirtz, 2011; Macht, 2011; Morrissette, 2007) ou des contributeurs à l'ECF(Bessière et Stéphany, 2014; Colombo et al., 2015; Gerber et al., 2012; Schwienbacher et Larralde, 2010). Si des motivations financières (retour sur investissement) sont évidemment présentes lors de la prise de décision d'investissement chez ces deux acteurs, on peut noter d'autres points communs qui renvoient à une dimension cognitive de l'investissement.

En effet, les études mettent en évidence que BA et contributeurs à l'ECF ont une forte motivation liée à la volonté de s'impliquer dans le projet, de le construire avec l'entrepreneur. La relation avec l'entrepreneur est importante pour les BA et les contributeurs à l'ECF. Plusieurs études montrent que ces acteurs peuvent décider d'investir sur « un coup de cœur » pour le projet, souvent à l'issue d'une présentation ou d'entretiens menés avec l'entrepreneur (Bessière and Stéphany, 2014; Gerber et al., 2012; Macht, 2011; Morrissette, 2007).

La dimension affective est ainsi déterminante dans la décision d'investissement, au-delà des aspects financiers de ce dernier. Van Osnabrugge et Robinson (2000) interrogent des BA par rapport à leur motivation à investir. La réponse d'un BA est assez significative: «*I'm not in it for a fast buck. Besides, it's cheaper and more fun than buying a yacht. I enjoy investing in companies and getting involved; it's a real buzz.* » (« Je ne suis pas là pour faire de l'argent facile. En plus, c'est moins cher et plus fun que d'acheter un yacht. J'aime investir et m'impliquer dans des entreprises ; c'est un vrai plaisir »). On retrouve cette dimension de plaisir à s'engager dans un projet dans le cadre des contributeurs à l'ECF.

D'autres études montrent que ces acteurs peuvent accepter une rémunération moindre de leur investissement si celui-ci peut contribuer à générer des « bénéfices sociaux », tels que de la création d'emploi, ou contribuer à mettre sur le marché un produit améliorant les conditions de vie de la population (Lin et al., 2014; Morrissette, 2007).

La littérature met ainsi en évidence une certaine proximité entre BA et contributeurs à l'ECF, que ce soit dans leur processus d'investissement, ou dans leurs motivations à investir. Si la dimension affective semble importante dans la décision d'investissement de ces acteurs comme

tout financement, il existe des impératifs de création de valeur. En effet, un investisseur rentrant dans le capital d'une entreprise espère faire une plus-value lors de sa sortie. Cette plus-value est conditionnée au développement et à la réalisation du projet entrepreneurial, ce qui implique un suivi des avancées de ce projet. Il convient dès lors de s'interroger sur les leviers de création de valeur, génératrice de performance, d'une entreprise financée par ECF.

2.2. Les leviers de la création de valeur des entreprises financées par ECF

Une opération de financement est par nature risquée. Ce risque est d'autant plus élevé dans une jeune entreprise, du fait d'une forte asymétrie d'information sur la qualité réelle du projet et sur celle de l'entrepreneur (Bonnet et Wirtz, 2011). De ce fait, dans le cadre d'un financement, il est nécessaire pour l'investisseur de suivre l'avancée du projet (« *active monitoring* »). Pour cela, les investisseurs disposent de plusieurs mécanismes de gouvernance, que nous détaillerons par la suite. Une des spécificités de l'ECF réside dans le rôle central joué par la foule dans le processus de création de valeur. Cela soulève des questions liées au niveau d'expertise, de connaissances, d'expérience de cette foule. Après avoir analysé les différents leviers de gouvernance permettant de créer de la valeur, nous étudierons le rôle que peut jouer la foule au regard de cette création de valeur.

2.2.1. Les leviers de gouvernance en soutien de la création de valeur dans l'ECF

Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), des conflits dits «d'agence » peuvent apparaître entre actionnaires et dirigeants du fait d'une asymétrie d'information, l'agent (l'entrepreneur) détenant des informations privilégiées par rapport au « principal » (l'actionnaire). Ce risque de conflit est accru lors d'un financement par ECF et par BA. En effet, les entreprises financées sont des entreprises jeunes, qui n'ont pas d'historique. L'évaluation de la qualité du projet ou de l'expérience de l'entrepreneur est par conséquent plus difficile.

Pour réduire ces risques liés à l'asymétrie d'information, les investisseurs peuvent utiliser différents mécanismes de gouvernance, qui, dans sa vision « traditionnelle », peut se définir comme « *l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire* » (Charreaux, 1997). Ces mécanismes visent à contrôler les actions du dirigeant dans le but de maximiser la valeur créée. Dans cette approche financière traditionnelle, la valeur créée est une valeur actionnariale, c'est-à-dire l'accroissement de la richesse des actionnaires compte tenu des capitaux qu'ils ont investi (Charreaux et Desbrières, 1998). Ces mécanismes de gouvernance peuvent inclure un suivi actif de l'investissement, ou

encore la mise en place de clause contractuelle lors de la rédaction du pacte d'actionnaires, destinées à accroitre le contrôle du dirigeant par les actionnaires, ou à inciter le dirigeant à créer de la valeur.

En situation de financement des start-ups, et de ce fait en cas de financement par BA ou par ECF, cette vision « traditionnelle » présente certaines limites. Tout d'abord, le pacte d'actionnaire est hautement standardisé dans un financement par ECF, et les investisseurs ne peuvent souscrire à l'heure actuelle que des actions simples, contrairement aux BA qui peuvent détenir des actions préférentielles ou des obligations convertibles qui leur permettent de limiter certains risques managériaux (Bessière et Stéphany, 2014). De plus, compte-tenu de la faible part de capital détenu par des investisseurs en ECF, ainsi que des moyens humains et techniques limités des plateformes d'ECF proposant une gestion de la participation en holding, les leviers disciplinaires peuvent avoir une influence faible sur la gestion quotidienne de l'entreprise, et a fortiori sur la création de valeur. D'autre part, comme nous l'avons expliqué précédemment, une forte motivation des BA et des contributeurs à l'ECF réside en une volonté forte de s'impliquer dans un projet. Comme le soulignent Certhoux et Zenou (2006) dans le cas des BA, ces derniers se considèrent comme des apporteurs de ressources (connaissances, compétences) dans le but d'aider l'entrepreneur à créer de la valeur, ne limitant pas leur rôle à un rôle disciplinaire. La mobilisation de la foule permet également la mobilisation de ressources diverses, comme nous le verrons dans la section suivante.

L'ensemble de ces éléments implique de dépasser la dimension disciplinaire de la gouvernance d'entreprise, qui s'intéresse à la création de valeur, mais qui néglige le processus de création en lui-même, et en particulier le rôle de l'actionnaire dans ce processus. L'entreprise n'est plus seulement vue comme un simple « nœud de contrat » telle que définie dans la théorie de l'agence, mais comme un « répertoire de connaissances » (Charreaux, 2002). Il s'agit ici d'une conception cognitive de la gouvernance d'entreprise (approche *Resource-Based View* - Prahalad, 1994), le répertoire de connaissances étant considéré comme un ensemble de ressources cognitives. Cette approche semble en concordance avec les éléments relatifs aux motivations des BA et des contributeurs à l'ECF. C'est la gestion de ce répertoire de connaissance qui permettrait à une entreprise d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur. Dans cette vision de la gouvernance d'entreprise, l'ensemble des connaissances des différents acteurs peut être hétérogène (l'éducation ou l'expérience de l'entrepreneur n'étant pas la même que celle de l'investisseur par exemple), ce qui peut entrainer des « coûts cognitifs » (Bonnet et Wirtz, 2011). Les interactions répétées entre investisseurs et entrepreneur permettraient alors

de réduire ces coûts cognitifs, par un processus d'apprentissage mutuel. Ce processus d'apprentissage mutuel et de partage de connaissances est particulièrement important dans le cas de start-up, et, selon Bonnet et Wirtz (2011), permettrait de créer une valeur cognitive, accroissant les chances de succès de l'entreprise. Les auteurs postulent que l'intervention de BA et leurs apports cognitifs dans les jeunes entreprises auraient un fort impact sur leur performance. Dans le cadre d'un financement par ECF, il serait ainsi possible que la volonté de s'impliquer dans le projet puisse se traduire par ce même processus de création de valeur, et ainsi influerait également sur la performance de l'entreprise financée.

Différents leviers de gouvernance peuvent concourir à la création de valeur et à la performance des entreprises. Dans la cadre d'un financement de start-ups par BA ou par ECF, les études montrent que leur rôle sur la création de valeur dépasse le simple rôle disciplinaire, et les différentes ressources cognitives apportées par ces investisseurs seraient un élément central en termes de chances de réussite de l'entreprise et de performance. Il apparait dès lors nécessaire de préciser le rôle que peut jouer la foule dans ce processus.

2.2.2. Le rôle de la foule dans le processus de création de valeur

La spécificité de l'ECF par rapport aux autres modes de financement en fonds propres est d'inclure un grand nombre de petits porteurs au sein d'un projet entrepreneurial. Comme nous l'avons vu précédemment, cette foule semble mue par une volonté de s'impliquer dans le projet. Cependant, cette foule étant hétérogène, il est nécessaire de s'interroger sur les conséquences que cela peut entrainer sur la création de valeur. En effet, le profil de ces investisseurs est encore mal connu dans l'état actuel des recherches, et leur nombre soulève des questions quant à leur prise de décision.

Tout d'abord, si l'on s'intéresse au profil d'un BA, les études montrent que ceux-ci sont souvent eux-mêmes des entrepreneurs, et ont donc une expérience entrepreneuriale et managériale. A contrario, les contributeurs à l'ECF sont plutôt définis comme des investisseurs « novices » (Bessière et Stéphany, 2014). Agrawal et al. (2013) font également référence à cette inexpérience de la foule, à l'origine de risques potentiels sur la qualité de l'évaluation des projets. Si l'on prolonge le propos des auteurs, on peut ainsi se demander les conséquences que cela entraine dans le cadre du suivi de la participation, et ainsi sur l'apport de la foule sur la création de valeur de l'entreprise. Plusieurs éléments peuvent être apportés pour nuancer ce risque lié à l'inexpérience de la foule.

En effet, si les contributeurs à l'ECF peuvent apparaître comme des investisseurs novices, Bessière et Stéphany (2014) précisent que « *[l]'expertise de la foule peut dans certains cas être réelle dans le domaine d'activité, à défaut de l'être en matière d'évaluation financière.* » Ainsi, les contributeurs pourraient apporter leur expérience dans la technologie liée à un produit par exemple, ou encore leur connaissance d'un secteur d'activité. Plusieurs études ont montré que les retours d'information de la part d'investisseurs potentiels avaient permis au porteur de projet d'améliorer son produit dès la phase de levée de fonds (Agrawal et al., 2013; Mollick, 2014). De plus, Lebraty et Lobre (2010) expliquent que la foule peut contribuer à créer de la valeur par le partage de connaissances, la diffusion rapide d'information, ou encore par la possibilité de mobiliser les réseaux de chaque individu.

La foule, de par son hétérogénéité, permet d'obtenir des ressources très diverses, qui, si l'on se fonde sur la théorie des ressources (ou *Resource-based view*) présentée précédemment, pourrait permettre à l'entreprise de se procurer un avantage concurrentiel. Ainsi, en mobilisant un groupe de personnes possédant des compétences variées, la création de valeur de l'entreprise peut être impactée positivement. Mais cette mobilisation n'est pas sans risque, et certains comportements peuvent altérer ce processus de création de valeur.

La foule étant composée d'un grand nombre d'individus, un phénomène de mimétisme peut dès lors être envisagé. Les décisions de chaque individu ne seraient ainsi plus des décisions individuelles, mais seraient influencées par les décisions d'autres individus (Bessière et Stéphany, 2014; Lebraty et Lobre, 2010). Si les cas de figure présentés dans ces recherches correspondent à des risques liés à la levée de fonds dans le cadre de l'ECF, où les décisions d'autres investisseurs sont visibles, il serait possible que cela soit aussi le cas pendant la phase de suivi de la participation. Si l'on prend le cas de figure d'une gestion de la participation sous forme de holding, certains investisseurs pourraient s'en remettre aux explications et à la décision d'autres investisseurs qu'ils considéreraient comme plus expérimentés. La décision collective ne serait donc que le reflet des décisions d'un ou plusieurs « chefs de file », sans qu'il n'y ait eu de véritables réflexions de la part de chaque individu.

Surowiecki (2005) développe quant à lui l'hypothèse de la « sagesse de la foule ». La foule permet un apport de perspectives différentes de la part de chaque individu, ce qui permet de résoudre des problèmes variés. Hornuf et Schwienbacher (2014) transposent ce principe de « sagesse de la foule » dans le cadre du *Crowdfunding*. Les auteurs expliquent, en mettant en évidence la spécificité du financement par ECF comparativement à celui par BA, que si ces derniers peuvent prendre des décisions erronées à titre individuel, la mobilisation d'un grand

nombre d'investisseurs permettrait « d'annuler » les erreurs individuelles, et ainsi de mener à une décision efficiente. L'étude de Mollick et Nanda (2014), qui comparent les prises de décisions de la foule et celles « d'experts » dans le domaine artistique, appuie ce propos en mettant en évidence une absence de différence significative entre ces deux groupes sur leur prise de décision.

L'apport de la foule en termes de création de valeur, aux vues des différents éléments discutés précédemment, pourrait ainsi être réel. Ces apports de compétences, de savoir-faire, se retrouvent dans le cadre du financement par BA, et les études montrent que l'intervention de ces derniers tend également à influer sur la création de valeur, et donc la performance financière des entreprises financées.

2.3. Financement par Equity-Crowdfunding et impact sur la performance des entreprises

Au regard des différents éléments théorique et de revue de la littérature, nous avons montré que le financement par ECF se rapprochait d'un financement par BA à travers des caractéristiques et des leviers de création de valeur communs.

Comme nous l'avons montré dans la section précédente, l'intervention d'un BA dans une jeune entreprise aurait une influence sur la performance de celle-ci. Nous nous proposons dans le cadre de cette étude de transposer ce constat à l'ECF, en formulant la problématique suivante :

Dans quelle mesure la performance financière d'une entreprise financée par Equity-Crowdfunding diffère-t-elle de celle des entreprises financées par Business Angels ?

Nous tentons de répondre à cette question en formulant deux hypothèses.

Tout d'abord, la revue de la littérature nous a permis de constater une certaine proximité entre ces deux modes de financement. ECF et BA investissent au même stade de développement d'une entreprise. Leur processus de sélection et d'évaluation des projets sont similaires. Il serait ainsi possible que BA et ECF financent des entreprises semblables. De plus, ces deux investisseurs sont considérés dans la littérature comme des acteurs impliqués, des apporteurs de ressources cognitives à l'entrepreneur. Si ces ressources peuvent être de nature différente entre BA et ECF, le potentiel de création de valeur semble réel.

Cependant, il serait possible que chacun de ces acteurs ne contribue pas de la même manière à la performance financière d'une entreprise. En particulier, nous avons montré dans la section précédente que les leviers disciplinaires de gouvernance étaient plus restreints dans le cas d'un

financement par ECF. Il serait possible que le faible rôle disciplinaire joué par les contributeurs à l'ECF ait un impact sur la performance de l'entreprise.

De plus, les BA sont présentés dans la littérature comme disposant d'une expérience entrepreneuriale, contrairement aux contributeurs à l'ECF. Or, comme le soulignent Bonnet et Wirtz (2011), l'expérience entrepreneuriale est cruciale dans les premières années de vie d'une entreprise. Les auteurs expliquent qu'un BA avec une forte expérience entrepreneuriale par le passé peut aider un porteur de projet inexpérimenté à formuler sa stratégie et à acquérir des compétences managériales, ce qui induirait un impact fort sur la performance d'une jeune entreprise. Bien qu'ils disposent d'une expertise dans certains domaines, les investisseurs en ECF sont présentés comme inexpérimentés d'un point de vue managérial. Le faible rôle disciplinaire et l'inexpérience managériale des contributeurs à l'ECF par rapport aux BA nous amènent à formuler les hypothèses suivantes :

H1 : Une entreprise financée par BA présente une performance financière significativement plus élevée qu'une entreprise financée par ECF

H2 : Le financement par ECF impacte négativement la performance d'une entreprise, comparativement à un financement par BA

Pour répondre à notre problématique, nous avons recours à une méthodologie quantitative à partir d'une base de données d'entreprises financées par BA et par ECF.

3 Méthodologie

3.1. Source des données et variables utilisées

Afin de tester nos hypothèses de travail, nous avons constitué un échantillon de 952 entreprises financées par BA et par ECF dans quatre pays de l'Union Européenne : France, Allemagne, Espagne, Royaume-Uni, qui constituent les pays moteurs en Europe en termes de financement par ECF et par BA[17]. Nous avons recueilli un ensemble de données financières sur ces entreprises en croisant deux bases de données, à savoir Zephyr et Orbis. Cela nous a permis d'obtenir des informations :

- Sur le financement en lui-même : type d'investisseur (BA ou ECF), montant du financement accordé, date effective de l'opération

[17] Etude de Wardrop et al. (2015) sur le marché de l'ECF ainsi que rapport de l'European Business Angels Network (EBAN) publié Mai 2016 (http://www.eban.org/wp-content/uploads/2016/06/Early-Stage-Market-Statistics-2015.pdf)

- Sur les entreprises financées : *Return On Equity* (rapport entre le résultat net et les capitaux investis), *Return on Investment* (gains liés à l'investissement rapporté au coût de celui-ci, exprimé en pourcentage), effectif des entreprises, et le total de l'actif

Pour chaque entreprise financée, nous avons obtenu les données financières concernant les deux premières années suivant la date effective du financement, afin de tester nos hypothèses. Notre échantillon comprend de ce fait des entreprises ayant obtenu un financement en ECF ou par BA sur la période 2011-2014. En effet, très peu de données sur l'ECF existent avant 2011, du fait du caractère récent de ce phénomène. De plus, les dernières données sur les entreprises financées sont les données pour l'année 2016, ce qui restreint l'échantillon aux entreprises financées en 2014 au plus tard. Il est à noter ici que nous avons exclu de l'échantillon des entreprises qui auraient pu être co-financées par ces deux acteurs pendant la période d'étude. Il s'agit ainsi d'entreprises financées uniquement par l'un de ces deux acteurs sur la période d'étude.

Afin de comparer les performances des entreprises en fonction de leur type d'investisseur, une variable dichotomique est construite, pour différencier s'il y a eu financement par BA ou par ECF.

Pour mesurer la performance financière des entreprises, nous retenons deux principaux ratios : *Return On Equity* et *Return on Investment*, définis précédemment, ratios communément utilisés dans les recherches analysant la performance d'entreprise (Core et al., 1999; Dechow, 1994; Hitt et al., 1997; Venkatraman et Ramanujam, 1986).

Deux principales variables de contrôle ont été opérationnalisées, traduisant la taille de l'entreprise : le total de l'actif de l'entreprise, ainsi que l'effectif de celle-ci.

L'ensemble des variables utilisées par la suite sont présentées dans le tableau suivant :

Tableau 11 : Variables utilisées

Variables	Explications
Variables expliquées	
ROI1	*Return on Investment* : retour sur investissement la première année suivant l'obtention du financement (exprimé en pourcentage)
ROI2	*Return on Investment* : retour sur investissement la seconde année suivant l'obtention du financement (exprimé en pourcentage)
ROE1	*Return on Equity*: rentabilité des capitaux propres la première année suivant l'obtention du financement (exprimé en pourcentage)
ROE2	*Return on Equity* rentabilité des capitaux propres la seconde année suivant l'obtention du financement (exprimé en pourcentage)
Variables de contrôle	
Effectif1	Effectif de l'entreprise pour la première année suivant le financement
Effectif2	Effectif de l'entreprise pour la seconde suivant le financement
Actif1	Total de l'actif de l'entreprise financée dans la première année suivant l'obtention du financement (en K€)
Actif2	Total de l'actif de l'entreprise financée dans la deuxième année suivant l'obtention du financement (en K€)

3.2. L'analyse par la méthode d'appariement par les scores de propensions

Pour notre étude, nous avons décidé de recourir à une méthode analysant des liens de causalité, à savoir l'appariement par les scores de propensions.

Cette méthodologie, initialement utilisée dans les études médicales (Rosenbaum et Rubin, 1983), permet de mettre en évidence l'effet d'un traitement (ici, le financement par ECF) et les

conséquences attendues (sur la performance d'une entreprise), comparativement à un groupe « témoin » (ici, les entreprises financées par BA). Ces deux groupes sont « appariés », associant un individu « traité » (financement par ECF) à un individu ayant des caractéristiques communes (Caliendo et Kopeinig, 2008).

Cet appariement se fait sur la base d'un score de propension, correspondant à la probabilité qu'a un individu de recevoir un traitement, compte tenu de ces caractéristiques (cette estimation se faisant en général par le biais d'un modèle logistique). Dans le cadre de notre étude, il s'agit de modéliser la probabilité d'être financée par ECF. L'appariement se fera par la suite avec un individu non traité (financé par BA) ayant un score de propension proche.

L'intérêt de cette méthode réside donc, en théorie, dans le fait d'obtenir deux groupes identiques au regard de leurs caractéristiques, ce qui permet par la suite d'observer les effets du financement par BA et par ECF en limitant les risques liés à un biais de sélection qui pourraient apparaitre par l'utilisation d'autres méthodes.

La première étape consiste à estimer le score de propension par une régression logistique. Le modèle prend en compte la variable dichotomique reflétant le financement par ECF ou par BA, et les variables de contrôle définies précédemment. Il s'agit ici de sélectionner un ensemble de variables (présentées ci-dessus) qui vont permettre de déterminer l'appartenance au groupe traité ou au groupe témoin, et donc d'estimer un score de propension.

Une fois le score de propension estimé, les individus traités et non traités sont appariés en fonction de la proximité de leur score de propension. Comme nous l'avons expliqué précédemment, l'objectif de l'appariement est d'obtenir deux groupes comparables, permettant une estimation fiable de l'effet du traitement (l'effet de l'octroi de financement). Plusieurs méthodes existent (Caliendo et Kopeinig, 2008). Nous avons retenu, en plus de l'estimation par le voisin le plus proche, l'estimation avec noyaux (*Gaussian Kernel* et *Epanechnikov Kernel*), qui, selon Frölich (2007) aboutit à un résultat plus fiable.

Dans la dernière étape, nous pouvons comparer les performances des entreprises appariées, par le calcul d'un effet moyen du traitement sur l'individu, et ce pour chaque variable de performance considérée.

3.3. Présentation des caractéristiques de l'échantillon

Avant d'étudier en détail la performance des entreprises financées par ECF, comparativement à celle des BA, et les effets de ces modes de financement sur cette performance, nous présentons dans le tableau suivant des statistiques descriptives de notre échantillon :

Tableau 12 : Statistiques descriptives

Variables	**BA**		**ECF**	
	Moyenne	Ecart-type	Moyenne	Ecart-type
ROI1 (%)	12.70678	21.44676	11.52377	19.87095
ROI2 (%)	12.03927	14.74615	10.42077	12.84464
ROE1 (%)	9.925152	20.84671	7.953384	17.23007
ROE2 (%)	8.597774	11.77078	7.291671	10.10704
Effectif1	594.002	687.4502	594.2022	681.4346
Effectif2	627.7487	736.533	575.5352	668.4463
Actif1 (K€)	10 034.234	2 462.247	9 004.746	2 187.345
Actif2 (K€)	8 973.856	2 136.652	8 315.121	1 983.412
Nombre d'observations	784		168	

Nous pouvons à ce stade remarquer que les caractéristiques de taille et de performance des entreprises financées par ces deux types d'acteurs semblent a priori comparables au vu de ces statistiques. Cela conforte les éléments présentés dans la partie précédente indiquant une certaine proximité entre BA et ECF, qui pourraient ainsi investir dans des entreprises du même type.

Il convient dès lors d'approfondir l'analyse afin de déterminer s'il existe une différence significative entre les performances des entreprises financées par BA et ECF, ainsi que l'effet de l'intervention de ces investisseurs sur cette performance

4 Résultats

4.1. Performance comparée des entreprises financées par BA et par ECF

Notre première hypothèse de travail est de postuler que, bien que, de par leur proximité en termes de motivations, de stade d'intervention ou encore de processus d'évaluation, BA et ECF investiraient dans des entreprises comparables, les compétences managériales des BA conduiraient à une différence significative en termes de performance, les entreprises financées par BA présentant une performance plus élevée que les entreprises financées par ECF.

Afin de tester cette hypothèse, nous avons procédé à un test de comparaison de moyenne sur les deux groupes d'entreprise (financée par BA et par ECF), et ce pour les deux mesures de performance (ROE et ROI) sur les deux années suivants l'obtention de financement.

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 13 : Performance des entreprises financées par ECF et BA : résultats des comparaisons de moyenne

Variable	BA		ECF		Différence de moyenne
	Moyenne	Erreur Standard	Moyenne	Erreur Standard	
ROI1	12.70274	.9566693	11.52377	.8657261	1.178968
ROI2	12.03927	.5266483	10.42077	.5683096	1.618504
ROE1	9.925152	.7445255	7.953384	.7439957	1.971768
ROE2	8.597774	.4203848	7.291671	.4448501	1.306102

Notes : *, **, *** Seuil de significativité respectivement de 10%, 5% et 1%

L'ensemble des tests effectués mettent en évidence une performance moyenne supérieure pour les entreprises financées par BA, mais cette différence n'apparait pas significative. Cela signifie que les performances d'entreprise financées par BA et par ECF, mesurées par le ROE et le ROI, sont comparables lors des deux premières années suivant l'obtention de ce financement, invalidant ainsi notre première hypothèse.

Plusieurs éléments d'explication peuvent être avancés :

- BA et ECF sont des formes de financement du *Seed Capital*. Ces deux acteurs intervenant lors de stade de développement semblables, il est possible que les entreprises financées soient comparables, ce qui semble confirmé par les statistiques descriptives présentés plus haut
- Le processus de sélection et d'évaluation des projets en amont de l'investissement est également très semblable chez ces deux investisseurs. Compte-tenu de cette proximité, il est possible que des projets de même type soient sélectionnés dans les deux cas. Cet élément apparaît intéressant au regard de la question de la qualité de l'évaluation des projets financés par ECF. En effet, il existe de nombreuses incertitudes liées à cette évaluation de projet, du fait d'une méconnaissance du niveau d'expertise de la foule, ou compte-tenu des risques de comportements mimétiques qui remettraient en cause la prise de décision d'investissement. Les résultats de notre étude peuvent en partie attester d'une certaine qualité de cette évaluation. La foule serait ainsi capable de « détecter » des projets qui offriraient des performances comparables à des entreprises financées par BA. Il serait intéressant d'approfondir ces résultats par des protocoles expérimentaux , à l'image de l'étude menée par Mollick et Nanda (2014), et ce dans le cadre d'une prise de décision de financement en ECF (comparativement à la décision d'un BA)
- La revue de la littérature a également mis en évidence une proximité des BA et des contributeurs à l'ECF dans la motivation à l'investissement, et notamment une volonté de s'engager dans le projet. Il en résulterait un suivi actif de la participation. L'apport de compétences, de ressources, qui, si elles peuvent être de nature différente entre BA et ECF, pourraient dans les deux cas aboutir à une performance comparable

L'ensemble de ces résultats revêt un caractère stratégique quant au choix d'un mode de financement pour une start-up. En effet, l'ECF est un phénomène récent. Peu d'études se sont intéressées « l'après-campagne », à savoir les conséquences d'un financement par ECF sur l'entreprise. Les résultats de notre recherche apportent un premier élément de réponse sur ce point. Une entreprise financée par ECF ne présente pas une performance significativement différente de celle financée par BA.

4.2. Effet du financement par ECF sur la performance d'une entreprise

Nous nous intéressons dans cette partie à étudier l'effet du financement par ECF sur la performance d'une entreprise, comparativement à une entreprise financée par BA. Les résultats de l'appariement par les scores de propension sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 14 : Appariement par les scores de propension : effet du financement par ECF sur la performance des entreprises

Variables	Méthode d'appariement	Effet du financement par ECF sur la performance des entreprises		
		BA	ECF	OS
ROI1	Voisin le plus proche	12.43	10.98	0
	Kernel matching (Epanechnikov)	12.68	11.18	0
	Kernel matching (normal/Gaussian)	16.40	11.18*	0
ROI2	Voisin le plus proche	11.76	10.37	0
	Kernel matching (Epanechnikov)	11.50	10.23	0
	Kernel matching (normal/Gaussian)	12.14	10.23	0
ROE1	Voisin le plus proche	10.04	7.59	0
	Kernel matching (Epanechnikov)	9.88	7.66	0
	Kernel matching (normal/Gaussian)	12.54	7.66**	0
ROE2	Voisin le plus proche	8.57	7.08	0
	Kernel matching (Epanechnikov)	8.18	7.11	0
	Kernel matching (normal/Gaussian)	9.49	7.10	0

Notes : *, **, *** Seuil de significativité respectivement de 10%, 5% et 1%

OS (Off Support) indique le nombre d'individus ayant reçu le traitement qui n'ont pu être appariés

Les résultats des scores de propension montrent que le financement par ECF a un effet négatif et significatif sur la performance d'une entreprise financée par ce biais, comparativement à une entreprise financée par BA. Ces résultats ne sont significatifs que dans la première année suivant l'investissement, l'effet étant toujours négatif, mais non significatif la seconde année.

Cela signifie que le financement par ECF a un effet négatif sur la performance d'une entreprise, comparativement au financement par BA. Ce résultat n'étant vrai que sur la première année suivant l'investissement, cela nous conduit à accepter en partie notre seconde hypothèse.

Ces résultats tendent à appuyer l'argument selon lequel les BA possèdent une expérience managériale, et une certaine expertise financière qui bénéficierait ainsi à l'entreprise dès les premières années de l'investissement. De plus, les leviers de gouvernance mobilisables dans l'ECF étant moindres que dans le cadre des BA, il est possible que l'impact de l'entrée de ce type d'investisseur au sein du capital d'une entreprise ne favorise pas l'augmentation de la performance. Des questions de gestion du suivi de la participation par cette foule sont ainsi soulevées, ce qui appelle des études supplémentaires sur le sujet. Notamment, comme nous l'avons souligné dans la revue de la littérature, l'inexpérience des contributeurs et l'hétérogénéité de la foule, ainsi que le caractère récent du phénomène, pourraient entrainer des coûts cognitifs élevés et ainsi être à l'origine d'un impact négatif sur la performance des entreprises financées par ECF. Wirtz (2006) émet une proposition en ce sens : « *Toutes choses égales par ailleurs, les coûts cognitifs d'une jeune entreprise de haute technologie sont plus élevés en présence d'un actionnariat aux compétences indifférenciées qu'en présence d'un capital-risqueur doté de compétences spécifiques* ».

Cependant, les résultats présentés pour la seconde année nous amènent à nuancer ce propos. En effet, si l'on observe toujours un effet négatif sur la performance, celui-ci est plus faible, et non significatif. Comme expliqué précédemment, les contributeurs à l'ECF détiennent des connaissances diverses, qui produisent initialement des effets lors de la levée de fonds, par les échanges entre la foule et le porteur de projet (Agrawal et al., 2013; Mollick, 2014; Schwienbacher and Larralde, 2010). Il est ainsi possible que ces échanges se poursuivent tout au long de la participation de ces acteurs en tant qu'actionnaire de l'entreprise. Cela pourrait se traduire par le phénomène d'apprentissage mutuel relevé par Bonnet et Wirtz (2011), appliqué cette fois-ci à la relation entre contributeurs à l'ECF et dirigeant, diminuant ainsi les conflits cognitifs existants en début de relation. Ces éléments pourraient expliquer l'atténuation de l'impact négatif du financement par ECF sur la performance de l'entreprise lors de la seconde année de financement. Il serait dans ce cas pertinent d'approfondir l'analyse en étudiant plus précisément les mécanismes de gouvernance d'entreprise dans le cadre de l'ECF.

5 Conclusion

La question de l'impact d'un financement par *Equity-Crowdfunding* sur une entreprise est encore très peu étudiée à l'heure actuelle. Les caractéristiques de ce mode de financement et les effets de l'entrée d'un nouveau type d'actionnaire au sein d'une entreprise soulèvent de nombreuses interrogations, et notamment sur leur contribution à la création de valeur. Cette foule hétérogène, aux compétences diverses, peut-elle contribuer favorablement à la performance d'une entreprise ?

Les résultats de notre étude apportent des premiers éléments de réponses sur cette notion de performance. Elle confirme d'une part certains éléments avancés quant à la qualité du processus d'évaluation et de sélection des projets par la foule, qui financent des entreprises aux performances comparables à celles financées par des *Business Angels*.

Cependant, la contribution de ces investisseurs à la création de valeur n'est pas confirmée, soulevant des questions liées à la gestion de la relation entre entrepreneur et actionnaires dans la gestion des ressources que peuvent apporter une foule hétérogène. Cette réflexion sur un modèle efficient de mobilisation de la foule peut être menée par les responsables des plateformes d'ECF, mais également par les entrepreneurs. Cela nécessite d'approfondir les questions liées à la gouvernance des entreprises financées par ECF.

Notre étude comporte toutefois plusieurs limites. La comparaison des performances entre pays n'a pas pu être étudiée, du fait d'un faible nombre de financement par ECF dans notre échantillon. En outre, d'autres variables de contrôle liées aux caractéristiques de l'entreprise pourraient être également prises en compte (âge de l'entreprise, secteur d'activité ou profil du fondateur par exemple), ce qui affinerait les résultats, et notamment le processus d'appariement des entreprises. De plus, il n'est pas possible de faire une distinction sur les modes de suivi de la participation. Il serait possible que l'impact d'un financement par ECF dans un modèle de gestion en club n'ait pas le même impact sur la performance que le modèle de gestion en holding. Cela appelle de nouveau des études visant à approfondir les notions de gouvernance d'entreprise en situation de financement par ECF, ce qui constitue un enjeu managérial majeur vis-à-vis de la structuration et de l'expansion de ce mode de financement.

Chapitre 4. Déterminants de la perception du rôle des plateformes d'Equity Crowdfunding : étude exploratoire et propositions de recherche

Résumé

Cet article vise à appréhender le rôle des plateformes d'Equity-Crowdfunding dans l'acquisition de ressources. En précisant les différentes étapes faisant intervenir la plateforme d'Equity-Crowdfunding, nous cherchons à identifier les éléments qui permettent de signaler la légitimité de la plateforme, et ainsi favoriserait l'acquisition de ressources.

Suite à la mise en place d'une méthodologie de conduite d'entretiens avec différents acteurs français liés à l'Equity-Crowdfunding, et en suivant une démarche abductive, nous faisons plusieurs propositions.

La divulgation volontaire d'information sur les processus de sélection des projets pourrait accroitre la légitimité de la plateforme. De plus, les réseaux d'experts d'une plateforme peuvent constituer un signal effectif sur la qualité de cette dernière, accroissant sa légitimé. Enfin, la capacité de la plateforme à mobiliser différents acteurs dans une opération de co-investissement aurait également un effet de légitimation. L'accroissement de la légitimité de la plateforme pourrait ainsi permettre d'attirer de nouveaux utilisateurs de ce mode de financement, et ainsi de nouvelles ressources.

A contrario, une plateforme adoptant un modèle de gestion de la participation en « club » serait mal perçue par les acteurs vis-à-vis du contrôle de l'action du dirigeant.

Mots-clés : Equity-Crowdfunding – Légitimité – Signal

1 Introduction

Ces dernières années, une nouvelle forme de financement, le Crowdfunding, s'est développée.

L'objectif est de financer différents types de projets par un ensemble de souscripteurs par l'intermédiaire d'une plateforme spécialisée dans ce type de financement.(Belleflamme et al., 2014; Schwienbacher et Larralde, 2010) .

Originellement dédié au financement de projets culturels ou sociaux, et organisé sous la forme d'une collecte de dons, le Crowdfunding s'est peu à peu complexifié, revêtant des formes diverses (dons, dons avec contreparties, prêts), et, plus récemment, sous forme de souscriptions au capital d'une entreprise : il s'agit de l'Equity-Crowdfunding (ECF)[18].

L'ECF permet ainsi à un souscripteur inscrit sur une plateforme dédiée, de prendre des participations au capital d'une entreprise. Ce financement intervient dans les premières étapes de la vie d'une entreprise, répondant à une problématique d'*« Equity Gap »*, à savoir un besoin de financement que les entreprises ont du mal à combler. Il s'agit ainsi d'un nouvel acteur du *Seed Capital* , qui peut se retrouver au « même niveau » que d'autres types d'acteurs, que ce soient les *Business Angels* (BA), ou le Capital-Investissement (CI) (Block et al., 2018; Wallmeroth et al., 2018).

C'est dans cette volonté de combler un *Equity Gap* que l'ECF a trouvé son origine, et a pu par la suite s'étendre, sous l'impulsion de politiques publiques qui ont fixé un cadre légal dans différents pays (on peut noter le JOBS Act aux Etats-Unis, ou encore un encadrement légal des pratiques liées au Crowdfunding instaurée en 2014 en France, en constante évolution depuis[19]).

La recherche académique s'est ainsi intéressée peu à peu à ce nouveau mode de financement, qui soulèvent de nombreuses interrogations. En effet, une des spécificités de l'ECF est de faire reposer le processus de financement sur l'intervention de deux principaux acteurs :

- La plateforme : il s'agit d'un site internet. Un porteur de projet souhaitant obtenir des fonds doit déposer un dossier, qui sera tout d'abord examiné par l'équipe de gestion de la plateforme, qui décidera à l'issue de cette analyse si le projet peut être mis en ligne. Si tel est le cas, une campagne de levée de fonds débutera, et, à l'issue de celle-ci, le porteur de projet recevra l'ensemble des fonds, ou non, selon le niveau de financement atteint (chaque plateforme ayant son propre mode de fonctionnement)

[18] Une présentation complète de ces différentes formes se trouve dans l'ouvrage de Bessière et Stéphany (2014)
[19] Voir https://acpr.banque-france.fr/autoriser/financement-participatif pour un récapitulatif des réglementations françaises

- Les souscripteurs : communément appelé « la foule », il s'agit de toute personne inscrite sur cette plateforme. Cette foule peut intervenir sur le processus de sélection et d'évaluation des projets, soit en amont de la mise en ligne, et du lancement de la levée de fonds. Puis, lors de la campagne de financement, chaque personne inscrite sur la plateforme peut accéder au dossier de financement, et, ainsi, prendre une décision d'investissement vis-à-vis de ce projet

Ainsi, contrairement aux BA et au CI, qui investissent directement dans une entreprise, un souscripteur dans le cadre de l'ECF entre dans une relation d'intermédiation financière, dans laquelle le processus de sélection et d'évaluation des projets est déléguée en grande partie à la plateforme.

Cette dernière réalise des audits, soit en interne via l'équipe de gestion, soit en faisant appel à des consultants extérieurs (Wallmeroth et al., 2018). De plus, c'est elle qui, à l'issue de la levée de fonds, finalise les aspects juridiques de l'opération (notamment la signature du pacte d'actionnaire).

Enfin, le suivi de la participation peut également relever de la responsabilité de la plateforme. En effet, deux modes de suivi existent en ECF :

- Un suivi en « Club » : chaque souscripteur gère lui-même sa participation.
- Un suivi sous forme de Holding : l'ensemble des souscriptions est réuni au sein d'une holding de participation, gérée par un chargé d'affaire de la plateforme, organisant ainsi le reporting financier à l'ensemble des actionnaires.

La plateforme joue de ce fait un rôle central dans le fonctionnement de l'ECF. Elle se positionne initialement comme l'interlocuteur principal avec :

- Le porteur de projet, tout au long du processus de sélection et d'évaluation des projets
- La foule, que ce soit en organisant les échanges entre porteurs de projet et souscripteurs lors de la phase de levée de fond, ou en mettant en place les différents éléments de suivi de la participation (reporting, pacte d'actionnaire)

De plus, comme l'indiquent Lehner et Harrer (2019), la plateforme sert également de lien avec des investisseurs institutionnels et avec le marché du *Private Equity*.

Cumming et Zhang (2018) étudient le rôle de la plateforme. Ils s'interrogent sur le caractère actif et effectif de cette dernière en tant qu'intermédiaire, et plus particulièrement sur le travail de Due Diligence. Il s'agit là de procéder à un ensemble de vérifications sur différents éléments

du projet : profil du/des porteurs, analyse des éléments stratégiques ou financiers du dossier par exemple. Les résultats de leur étude mettent en exergue une corrélation positive entre la mise en place d'un processus de Due Diligence approfondie et le taux de succès d'une levée de fond, ainsi que du montant levé. Ils mettent également l'accent sur la corrélation entre la mise en place d'un processus de Due Diligence et les moyens financiers et humains des plateformes ; le manque de ces différents moyens influençant négativement le processus.

Autre élément étudié, notamment par Strohmaier et al. (2019) : la question de la confiance, ou de la méfiance de différents acteurs est soulevée. Les auteurs, se fondant sur l'étude de plateformes de *Reward-Based Crowdfunding*[20] analysent différents mécanismes institutionnels présents sur les plateformes (les règles de sélection ou de suivi des projets notamment) et la manière dont ces mécanismes sont perçus par des investisseurs. Les résultats de leur étude mettent en évidence que la perception de ces mécanismes influe sur la confiance ou la méfiance d'un investisseur vis-à-vis de la plateforme, et, *in fine*, conditionne l'intention d'investissement.

La notion de confiance ou de méfiance envers une plateforme, et vis-à-vis de son rôle en tant qu'intermédiaire financier pose ainsi la question de de réputation et de légitimité de cette dernière.

Pour Lehner et Harrer (2019b), la plateforme se positionne comme une plateforme de confiance et un catalogue centralisé de projets, produisant des signaux contribuant à assoir la légitimité de l'entreprise financée auprès de la foule. Or, pour ces auteurs, la plateforme doit également signaler sa réputation et ses valeurs afin d'augmenter cette légitimité, par la présence de projets ayant de fortes chances de succès ou ayant une portée sociétale au sein de leur portefeuille.

Les auteurs mettent également en avant le rôle de la plateforme en tant que dépositaire d'une information fiable, ce qui permettrait d'initier des stratégies de financement en cascade, et faciliterait ainsi l'obtention de différentes sources de financement, notamment par BA ou CI.

Or, cela n'est possible que si la plateforme est perçue comme une plateforme de confiance auprès de l'ensemble des acteurs : porteurs de projets, souscripteurs, organismes publics, investisseurs (BA, CI).

Très peu d'études existent actuellement sur la question de la perception de la légitimité et de la réputation des plateformes d'ECF et leurs effets potentiels sur l'acquisition de financements complémentaires pour le porteur de projet.

[20] Forme de Crowdfunding fondée sur un don avec contrepartie (accès anticipé au produit financé, « Goodies », etc…)

Dans cet article, nous nous proposons d'analyser les différentes caractéristiques d'une plateforme d'ECF qui influeraient sur sa réputation et sa légitimité, facilitant ainsi l'accès à d'autres ressources. Après avoir identifié le rôle des plateformes d'ECF tout au long du processus de financement et de suivi d'un projet entrepreneurial, nous présenterons la méthodologie que nous avons retenue pour cette étude, puis les différents résultats.

2 Rôle des plateformes d'Equity-Crowdfunding : considérations théoriques

Le rôle central d'une plateforme d'ECF en tant qu'intermédiaire financier et interlocuteur principal des différentes parties prenantes d'un projet entrepreneurial nécessite d'appréhender les enjeux théoriques de cette relation.

2.1. Sélection et évaluation des projets par la plateforme

La première étape d'un financement par ECF consiste en la sélection et l'évaluation des projets entrepreneuriaux qui sont déposés par le porteur de projet sur la plateforme.

Ce dossier comporte différents éléments, tels que l'idée du projet, l'équipe dirigeante, mais également des éléments chiffrés (Business Plan, proposition de valeur par exemple), comme tout projet entrepreneurial.

Ce processus est commun à tous les acteurs de la finance entrepreneuriale, notamment les BA et les CI. Cependant, contrairement aux BA et aux CI, qui investissent directement dans l'entreprise, la plateforme d'ECF se positionne en tant qu'intermédiaire entre le porteur et les investisseurs, et, à ce titre, va effectuer elle-même ce processus de sélection et d'évaluation.

Cette première étape est fondamentale, et consiste à traiter l'information fournie par le porteur de projet et, *in fine*, de pouvoir détecter une opportunité d'investissement.

La complexité du traitement de l'information dans le cadre d'un financement de jeunes entreprises réside dans l'opacité informationnelle de ces dernières. En effet, les entreprises financées par ECF sont généralement des entreprises que l'on peut qualifier de « firme entrepreneuriale ». Dans ces entreprises, le ou les fondateurs assurent à la fois le rôle de manager mais également celui de propriétaire (Jensen et Meckling, 1976). Il existe ainsi dans ces entreprises une forte asymétrie d'information de par la concentration des rôles de l'équipe dirigeante. De plus, ces firmes étant généralement jeunes, aucun historique n'existe, renforçant l'opacité informationnelle, et complexifiant ainsi le processus de sélection des dossiers.

Dans le cadre d'une ouverture du capital à des investisseurs externes, ces derniers sont ainsi exposés à de forts risques de sélection adverse (Akerlof, 1970). La concentration des rôles et l'opacité informationnelle de la firme entrepreneuriale pourrait conduire un investisseur à sélectionner un projet de « mauvaise qualité ». Il serait également possible qu'une information imparfaite conduise l'investisseur à ne pas détecter d'opportunité d'investissement.

La recherche et le traitement de l'information est donc un élément primordial, permettant soit de réduire le risque de sélection adverse, soit de s'assurer de détecter les projets « porteurs ».

Or, ce processus a un coût, qui serait *a priori* exacerbé dans le cadre de l'ECF. Agrawal et al., (2011) indiquent notamment que le coût de la recherche d'information étant sensible à la distance qui sépare l'investisseur de l'entreprise dans laquelle il cherche à investir, le travail de recherche et d'analyse de l'information ne serait pas effectué par les contributeurs. Ce phénomène d'absence de recherche pouvant être accentué par le fait des faibles montants investis par les investisseurs potentiels. (Signori et Vismara, 2016).

C'est pourquoi ce rôle de sélection et d'évaluation des projets est délégué à la plateforme, réduisant ainsi les coûts d'agence à ce niveau du processus de financement. La plateforme réalise ainsi des audits, soit en interne, soit en faisant appel à des conseils extérieurs. (Wallmeroth et al., 2018).

La plateforme d'ECF peut dès lors être vue comme un intermédiaire financier. Si l'on analyse son rôle du point de vue de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), la plateforme peut être considérée comme un « Agent » mandaté par la foule (le « Principal ») pour effectuer pour son compte le travail de sélection et d'évaluation des projets. Or, la pérennité de cette relation va dépendre de la capacité de la plateforme à acquérir l'information nécessaire à l'identification des opportunités d'investissement, mais également que ce processus soit perçu comme « fiable » par les investisseurs.

Il est dès lors nécessaire de s'interroger sur la qualité et l'étendue des vérifications faites par la plateforme avant de valider le projet et de lancer effectivement la levée de fonds. Plusieurs études apportent des éléments intéressants.

Cumming et al., (2019) analysent la structure de rémunération des plateformes et les facteurs associés à la mise en place de Due Diligence. Ils expliquent que les plateformes fixent l'étendue des Due Diligence et des frais de structure en fonction du flux de nouveaux projets mais également sur le nombre d'investisseurs inscrits. Les résultats montrent que des plateformes ayant un grand nombre de projets à sélectionner, de plus nombreux employés, un taux de succès

de levée de fonds élevés ou encore un grand nombre de contributeurs sont, toute chose égale par ailleurs, plus enclines à mettre en place des Due Diligence (DD).

De plus, ils indiquent que les plateformes mettant en place des DD « poussées » ont une performance accrue. Ces plateformes parviendraient à éviter des projets de « mauvaises qualités » d'être sélectionné, ce qui aurait plusieurs conséquences :

- Les taux de succès de la campagne seraient plus élevés
- Les entrepreneurs souhaitant présenter leur projet sur la plateforme seraient incités à présenter des informations plus transparentes
- Ces taux de succès élevés attireraient de plus en plus de porteurs de projets, mais également d'investisseurs
- L'ensemble de ces éléments auraient un effet sur la réputation de la plateforme

Pour les auteurs, la mise en place de *due diligence* et leur étendue créerait ainsi un cercle vertueux, augmentant l'offre et la demande de financement, la qualité des projets, et la réputation de la plateforme.

Lehner et Harrer, (2019b) étudient également les plateformes d'ECF. Ils mettent en évidence le fait que les plateformes jouent un rôle de « gardien » vis-à-vis de la sélection des projets, par la mise en place de règlements et de DD, accroissant ainsi la qualité projets en ligne. Pour ces auteurs, la plateforme peut être perçue comme un centre fournissant un catalogue d'idées innovantes et comme un marché virtuel pour des investisseurs tels que les BA et les CI. Mais, pour cela, il est nécessaire que la plateforme puisse « signaler » sa réputation et ses valeurs pour gagner en légitimité. Un moyen d'y parvenir est une sélection de projet « solides » ayant de grandes chances de succès lors de la levée de fonds.

A la lumière de ces différentes études, le processus de sélection et d'évaluation des projets par la plateforme est non seulement un élément central dans la prise de décision d'investissement, mais également un facteur déterminant dans la « survie » de cette dernière. En effet, une mauvaise analyse des projets par la plateforme pourrait amener à retenir des projets qui n'auraient que peu de chances d'être financés, diminuant ainsi les possibilités d'attirer des porteurs de projets, des investisseurs, mais également d'autres acteurs du « *seed capital* ». Cela aurait pour conséquence un signal négatif sur la réputation de la plateforme, et, *in fine,* des risques de faillite même de cette dernière.

Il est donc nécessaire de s'interroger sur la perception des différents acteurs vis-à-vis de la qualité du processus de sélection des plateformes. Et plus précisément les caractéristiques de ce processus qui permettent d'envoyer un signal positif quant à sa réputation.

Mais si cette question se pose sur « l'avant campagne », il est également nécessaire d'étudier le rôle de la plateforme dans le suivi des projets qui ont été financés.

2.2. Le suivi des projets financés : des leviers de contrôle limités

Comme nous l'avons expliqué précédemment, la plateforme joue un rôle d'intermédiaire en lieu et place d'investisseurs non seulement lors de la sélection et de l'évaluation des projets, mais également lors du suivi de la participation. Ce rôle n'étant dévolu à la plateforme que dans le cas d'une gestion « en holding » (les investisseurs suivants eux-mêmes leur participation dans une gestion dite « en club »)

De même que lors de la première phase, la phase de suivi présente des risques pour les investisseurs, notamment le risque « d'aléa moral »(Akerlof, 1970). Ce dernier découle d'un risque de comportement opportuniste de la part du dirigeant, qui pourrait mener des « actions cachées » allant à l'encontre des intérêts des actionnaires. Le dirigeant ayant des informations privilégiées, l'investisseur en Equity-Crowdfunding (désormais actionnaire) pourrait ainsi éprouver des difficultés à contrôler l'action du dirigeant, ou à observer son comportement.

Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), ce risque d'aléa moral peut engendrer différents coûts :

- *Monitoring costs* : ou coûts de surveillance. Il s'agit de l'ensemble des coûts mis en place par le Principal (ici la plateforme) pour mettre en place des mécanismes de contrôle de l'action de l'Agent (surveillance de certains actes de gestion, mises en place de comités spécifiques par exemple) ou d'incitation (prime d'intéressement liée à la croissance de l'entreprise par exemple)
- *Bonding costs*: ou coûts d'obligation. Ces coûts sont supportés par l'Agent pour prouver sa bonne foi (prise en charge de frais d'avocats dans le cadre de procédure de contentieux, ou de frais d'audit par exemple)
- *Residual costs* : ou coûts résiduels. Malgré la mise en place d'un ensemble de mécanismes de contrôle, des conflits d'intérêts non résolus peuvent encore exister. Les coûts résiduels représentent ainsi la diminution de la valeur de l'entreprise liée à ces conflits non résolus

La théorie de l'agence met ainsi en évidence différents risques et coûts qui découlent tous d'une situation d'asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires. L'objectif est de mettre en place différents mécanismes de gouvernance[21] afin de diminuer les risques, et d'aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires.

Différents mécanismes peuvent ainsi mis en place pour gérer la relation actionnaire-dirigeant. Suivant le modèle de Charreaux, Bessière et Stéphany, (2014) présentent les différents mécanismes qui peuvent exister dans le cadre de l'ECF :

Tableau 15 : Mécanismes de gouvernance mobilisable en Equity-Crowdfunding

Mécanismes	Spécifiques	Non spécifiques
Intentionnels	Suivi de la plateforme ou des « crowders » Syndication avec les BA Participation éventuelle au Conseil d'Administration Pacte d'actionnaire Sortie du Capital	Environnement légal ou réglementaire Degré d'organisation de la plateforme
Spontanés	Culture décisionnelle de l'équipe dirigeante Réseaux sociaux des dirigeants Réseaux personnels des investisseurs	Autres sources de financement Marchés des dirigeants Cultures des affaires Attentes des crowders

L'ensemble de ces mécanismes a pour objectif de contrôler l'action du dirigeant, et ainsi de réduire le risque d'aléa moral.

Or, dans le cadre de l'ECF, Agrawal et al., (2013) posent la question de la capacité de la plateforme ou des contributeurs à limiter ce risque d'aléa moral. Mollick (2014) souligne notamment que de nombreux projets financés par Crowdfunding accusent un retard quant à la

[21] La gouvernance d'entreprise est définie comme «*l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire* » (Charreaux, 1997)

mise sur le marché du service/produit proposé, étayant l'argument d'un risque de manque de contrôle lors du suivi de l'investissement.

La littérature sur l'ECF nous apporte différents éléments d'explications vis-à-vis de ce manque de contrôle :

- Dans un modèle de gestion « en holding », Bessière et Stéphany (2015) pointent une problématique de moyens humains et techniques efficaces. Un chargé d'affaires d'une plateforme gérant un nombre significatif de d'entreprises financées, il n'y aurait pas de suivi « *hands on* » efficace
- Ley et Weaven (2011) quant à eux mettent en exergue le faible taux de représentation des investisseurs en ECF au sein du Conseil d'Administration de l'entreprise financée
- Les pactes d'actionnaires sont des pactes standardisés, contrairement aux pactes d'actionnaires signés avec des BA et/ou des CI, qui peuvent inclure différentes modalités permettant un contrôle efficace du dirigeant (clauses relatives à des droits financiers, clauses de présence, clause de sortie, etc…). Ces leviers ne sont pas mis en place dans les pactes d'actionnaires en ECF, diminuant de ce fait les possibilités de rôle disciplinaire
- Les investisseurs en ECF, peu importe la forme de suivi de la participation, ne détiennent en général qu'une faible part du capital

Bouaiss et al., (2018) étudient les facteurs « d'échecs » d'une entreprise après la campagne de financement (« échec » étant relatif aux entreprises étant en redressement ou liquidation juridique après la levée de fonds en ECF). Les résultats mettent notamment en exergue le manque de suivi comme un élément augmentant la probabilité de faillite d'une entreprise financée par ECF. Pour les auteurs, la présence d'investisseurs expérimentés au sein des contributeurs ou d'investisseurs externes pourraient atténuer ce risque.

Cumming, Vanacker, et al. (2019) émettent ainsi plusieurs propositions pour limiter les problèmes d'aléa moral dans le financement par ECF.

Concernant la plateforme d'ECF, les auteurs expliquent qu'une structure de suivi en holding permet de réduire le risque d'aléa moral plus efficacement qu'une participation directe, du fait de la dispersion du capital dans ce dernier cas. En effet, le regroupement des participations créant un bloc actionnarial avec, dans de nombreux cas, la représentation de ce bloc au sein des conseils d'administration des entreprises financées, permettrait un suivi plus « hands on » des différentes décisions prises par le dirigeant.

De plus, comme pour Bouaiss et al., (2018), la présence d'investisseurs expérimentés au sein des contributeurs, ou le fait de favoriser le co-investissement, serait également un mécanisme de gouvernance adéquat.

Enfin, des mécanismes informels tels que la confiance et la réputation peuvent influer sur le risque d'aléa moral.

Que ce soit dans la phase de sélection de projets ou dans la phase de suivi de la participation, la plateforme est au centre des interrogations des chercheurs ; notamment la capacité de cette dernière à assumer efficacement son rôle d'intermédiaire.

Or, pour mesurer cette capacité, il est impératif que la plateforme émette des signaux qui permettent aux différents acteurs de la percevoir comme une plateforme « de confiance ».

En reprenant les propositions de Lehner et Harrer, (2019b), les plateformes doivent émettre des signaux qui leur permettent d'accroitre leur légitimité. Les plateformes seraient alors perçues comme dépositaires d'une information fiable. Elles pourraient ainsi être vues par des entreprises comme initiatrices de stratégies de financement en cascade, permettant d'acquérir d'autres sources de financement, que ce soit lors de la phase de levée de fonds ou d'une levée ultérieure.

De ces différents constats découlent la problématique de ce papier :

De quelle manière une plateforme d'ECF peut-elle construire sa légitimité auprès d'un porteur de projet dans son choix de s'adresser à une plateforme en particulier, mais également auprès d'autres acteurs (BA ou CI) dans le cadre de co-investissement ou de levées de fonds ultérieures ?

Comme nous l'avons montré précédemment, plusieurs éléments de réponse ont été avancés par les auteurs. Cependant, peu d'études ont cherché à confronter ces propositions et hypothèses faites avec la perception des acteurs sur le terrain.

Nous nous proposons dans cet article d'adopter une démarche abductive, en analysant le discours de différents acteurs quant aux caractéristiques d'une plateforme d'ECF permettant à cette dernière de bénéficier d'une forme de légitimité, non seulement auprès de porteurs de projets, mais également auprès d'autres acteurs du « *Seed Capital* ».

Dans la prochaine section, nous présenterons le principe de la démarche abductive puis le terrain de notre étude.

3 Perception du rôle de la plateforme d'ECF : méthodologie d'une démarche de recherche abductive

Nous avons choisi pour cette étude d'adopter une démarche abductive, démarche exploratoire visant à émettre des propositions ou des hypothèses à partir d'observations. Elle nous semble particulièrement bien adaptée au contexte de notre étude. En effet, si différentes études présentent les caractéristiques et le mode de fonctionnement des plateformes d'ECF, la connaissance scientifique quant à la perception de son rôle reste pour le moment très faible. Ainsi, en interrogeant différents acteurs sur cette perception du rôle des plateformes d'ECF, nous pourrions mettre en évidence des discours récurrents nous permettant ainsi de faire de propositions quant aux éléments constitutifs de la légitimité d'une plateforme.

Pour mener à bien cette étude, nous avons décidé d'interroger différents acteurs en France :

- Des porteurs de projet ayant eu une expérience de financement par ECF
- Des membres de l'équipe dirigeante de plusieurs plateformes
- Des acteurs du « seed capital », à savoir des *Business Angels* et des Capitaux-Investisseurs

Pour chaque acteur, nous avons conduit des entretiens semi-directifs, avec la rédaction d'une grille d'entretiens (en Annexe 1) permettant de cadrer les différentes thématiques que nous souhaitions aborder, tout en laissant un maximum de liberté de parole à la personne interviewée. Ces entretiens ont été effectués en visio-conférence et ont été enregistrés pour être ensuite être analysés grâce au logiciel Nvivo.

Concernant la taille de l'échantillon, Thietart (2014), qui synthétise l'ensemble des méthodes de recherche en management indiquent qu'il n'existe pas de normes concernant les tailles d'échantillon dans une étude qualitative. Nous avons donc décidé de suivre le principe de saturation, atteinte lorsque le chercheur ne trouve plus de données supplémentaires apportant un éclairage.

Il en résulte que la taille finale de notre échantillon comporte 10 entretiens, dont voici les caractéristiques :

Tableau 16 : Caractéristiques des acteurs interviewés

Noms	Type d'acteur	Qualité	Domaine d'expertise	Expérience	Date	Durée
ECF1	Plateforme généraliste (holding)*	Chargé d'affaire	Biotechnologie	5 ans	12/07/19	45 min
ECF2	Plateforme spécialisée (direct)*	Chargé d'affaire	Développement durable	3 ans	29/08/19	40 min
ECF3	Plateforme généraliste (mixte)*	Chargé d'affaire	Fintech	4 ans	24/07/19	1H
DIR1	Entreprise financée par ECF	Dirigeant	Energies renouvelables	1 levée de fonds, 10 ans d'expérience dirigeant	03/09/19	50 min
DIR2	Entreprise financée par ECF	Dirigeant	Informatique	1 levée de fond, 5 ans d'expérience entrepreneuriale	08/08/19	30 min
BA1	Business Angels (individuel)	N/A	Bâtiment	20 ans cadre sup, 7 ans BA	13/08/19	45 min
BA2	Business Angels (réseau local)	N/A	Finance	Fondateur de société, 10 ans BA	17/09/19	1H10
BA3	Business Angels (individuel)	N/A	Alimentaire	Cadre retraité, 2 ans BA	25/08/19	35 min
CI1	Capital Investissement	Directeur	Finance	Banquier, 9 ans CI	10/10/19	30 min
CI2	Capital Investissement	Directeur	Energies renouvelables	Manager, 5 ans CI	27/09/19	50 min

*Il s'agit de la forme de suivi de la participation

L'ensemble des participants ont été choisis de manière à avoir un échantillon assez diversifié en termes de plateformes, de domaines d'expertise et d'expérience.

Pour ce faire, nous nous sommes rapprochés de différentes plateformes avons demandé s'il était possible d'avoir un entretien avec un chargé d'affaires de la plateforme, ainsi que l'autorisation de contacter différents dirigeants et partenaires (BA et CI) de cette dernière.

Par soucis de liberté de parole, nous avons décidé de mener des entretiens individuels. Il serait cependant intéressant de prolonger cette étude en regroupant les différentes parties prenantes d'un projet entrepreneurial lors d'un entretien collectif, ce qui pourrait permettre d'identifier de nouvelles sources de confiance ou de méfiance, ainsi que des conflits potentiels.

4 Confiance, réputation, légitimité des plateformes d'ECF : résultats et propositions théoriques

Nous avons montré précédemment que le rôle de la plateforme d'ECF est central dans ce mode de financement des jeunes entreprises. Et notamment la capacité de ces plateformes à « prouver » leur efficacité à assumer leur rôle d'intermédiaire.

Les différents entretiens que nous avons menés mettent en évidence plusieurs facteurs qui sont susceptibles de contribuer à comprendre les éléments susceptibles d'accroitre leur légitimité auprès de porteur de projet et d'investisseurs tels que les BA et les CI. Nous nous proposons d'illustrer ces résultats au travers de plusieurs verbatim extraits de nos discussions avec les acteurs interrogés.

4.1. Le processus de sélection des dossiers : la nécessité de divulguer de l'information

Les différents entretiens menés montrent que les acteurs ont du mal à percevoir le travail effectué par l'équipe de gestion de la plateforme lors de la sélection des dossiers.

Pour BA3 « *Au niveau du processus de sélection, il est très simple pour certaines plateformes : il faut sélectionner un max de dossiers pour espérer avoir un max de projets financés. C'est la politique du volume, et ça va à l'encontre de nos propres processus* »

Même constat pour CI2, qui explique que « *J'ai tenté de me renseigner sur les process de certaines plateformes, impossible de trouver de l'info. Autant les grosses plateformes historiques sont cleans là-dessus…Et encore…autant plus récentes…J'ai des doutes sur la qualité de leur sélection…* »

DIR1 relate aussi une mauvaise expérience « *Lors de ma recherche de financements, je me suis adressé à différentes plateformes. Sur l'une d'elle, mon dossier (complet) a été retoqué direct, et lorsque j'ai demandé les raisons, on m'a répondu « ça ne vous regarde pas, c'est on a nos critères » … »*

ECF3 confirme un manque de clarté, tout en atténuant ce constat « *C'est vrai qu'il y a quelques années, c'était assez opaque. Et pourtant, nous, on a été assez pro-actif là-dessus, on a joué franc jeu en mettant toutes les informations à dispositions de tous, et on a poussé pour que les autres plateformes le fassent aussi. C'est…Une question de confiance…Mais certaines sont réfractaires »*

DIR2 partage l'avis de la plateforme d'ECF : « *En faisant le tour des plateformes quand je cherchais des fonds, j'ai automatiquement zappé celle qui n'expliquaient pas clairement leur processus. Ah ils indiquent les pièces à fournir hein, mais pas les critères de sélection…Je trouve ça moyen…déjà pour nous, entrepreneurs, parce que…Faut bien se préparer à faire du Crowdfunding, faut savoir ce qu'on attend de nous…Et pour les investisseurs, c'est pareil. Comment avoir confiance dans les projets en ligne quand on ne sait pas comment ils ont été sélectionnés ? ... »*

L'opacité informationnelle des plateformes quant à leur processus de sélection aurait ainsi un effet négatif sur la confiance des acteurs envers celle-ci. A contrario, les plateformes qui divulguent d'elles-mêmes des informations sur leur mode de fonctionnement pourraient bénéficier d'une meilleure réputation.

Cela rejoint la littérature en matière de communication financière. De nombreux travaux sur la divulgation volontaire d'information mettent en évidence que cette stratégie est reliée à une recherche de légitimité de la part des entreprises (Chakroun, 2008; Guidry et Patten, 2012; Pourtier, 2004; Shehata, 2014).

Suivant la théorie de la légitimité (Dowling and Pfeffer, 1975; Lindblom, 1994), une entreprise n'a pas le droit d'exister à moins que ses valeurs soient perçues comme semblables à celles de l'environnement dans lequel elle évolue. La notion de légitimité étant liée à celle de perception, les entreprises ont intérêt à divulguer volontairement de l'information afin soit de changer l'opinion des utilisateurs, soit de renforcer le sentiment d'adhésion aux valeurs de l'entité, et, *in fine*, attirer potentiellement de nouveaux utilisateurs.

Cette situation est parfaitement applicable à la plateforme d'ECF, ce qui nous amène à formuler une première proposition :

P1 : Les plateformes d'ECF divulguant volontairement des informations sur leur processus de sélection pourraient accroitre leur légitimité auprès des parties prenantes, augmentant ainsi les chances d'attirer de nouveaux acteurs sur la plateforme

L'étape de sélection des dossiers étant achevée, la plateforme doit s'attacher à évaluer plus en profondeur la qualité du projet. Cette étape soulève également des interrogations.

4.2. Le processus d'évaluation des dossiers par la plateforme : compétences et réseaux de la plateforme au centre des enjeux de réputation

Lors du processus d'évaluation des projets par la plateforme, différents audits doivent être menés afin de détecter dans le projet une opportunité d'investissement. Or, pour mener à bien ces audits, il est nécessaire de posséder en interne ou en externe certaines compétences pour évaluer correctement le projet.

Du point de vue des compétences internes, la perception des acteurs est assez divergente. Les deux capitaux investisseurs vont dans le même sens. CI1 explique que « *En tant que capital-investisseur, on a plus de recul, d'expertise…Le Crowdinvesting n'a pas encore cette expérience que nous avons…j'ai des doutes sur l'équipe de gestion [des plateformes]* »

Pour CI2 « *On sent qu'il y a une professionnalisation du milieu, mais si vous regardez les équipes des plateformes…quand vous avez l'information…les profils sont pour beaucoup assez éloignés de ce que l'on pourrait qualifier « d'experts » …* »

Pour BA2, « C*ertaines plateformes ont maintenant acquis un certain degré d'expertise dans le domaine, ils ont recruté des gens de l'écosystème qui ont pas mal vadrouillé avec des BA, et ils ont un certain recul* »

BA1 confirme que « *Sur les plateformes historiques, il n'y a plus ce genre de problématique de compétences internes. Ils ont embauché et ont énorme réseau mobilisable très facilement* ».

Ainsi, si les compétences internes posent question, les réseaux peuvent pallier à un manque d'expertise dans certains domaines.

Pour ECF1 « *Nous, on n'a pas la prétention de dire qu'on est experts dans certains domaines, on reste une plateforme généraliste. Même si on a pas mal d'expertises internalisées, on a notre propre réseau d'experts, que l'on peut mobiliser à tout moment* »

DIR1 évoquent également les réseaux des plateformes « *Ouais, c'est hyper rassurant de voir sur une plateforme des grands noms d'investisseurs, institutionnels ou privés, en tant que*

partenaire de la plateforme. Et bizarrement, certaines plateformes ne les mettent pas en avant. J'ai su qu'un gros fonds d'investissement était partenaire d'une plateforme par un autre porteur de projet…Rien n'est affiché sur le site. C'est pourtant un gage de confiance ! »

Pour DIR2, la mobilisation des réseaux des plateformes a conditionné sa décision de faire une levée de fonds uniquement via l'ECF « *À l'époque, on discutait également avec des Business Angels mais la plateforme [XXX] avait été plus réactive. Ils avaient contacté plusieurs experts très rapidement pour nous aider à avancer. Il y avait une vraie vision entrepreneuriale, une vraie volonté de répondre à un besoin opérationnel* »

Concernant les compétences internes, il apparait qu'il existe encore un déficit de confiance de la part de certains acteurs. Or, si en effet, elle peut traduire une véritable inquiétude vis-à-vis de la capacité de la plateforme à mener à bien les Due Diligence, il semblerait également qu'elles puissent souffrir de nouveau d'un manque de communication. Lors de l'entretien avec CI1, il nommait certaines plateformes quand il parlait de ses doutes sur l'équipe de gestion. Or, BA1 et BA2 ont cité ces mêmes plateformes en parlant de bon degré d'expertise et de compétences internes « de qualité ». Cette différence de perception appelle des études complémentaires.

Le constat sur les réseaux liés à la plateforme n'est quant à lui pas surprenant. La littérature sur le sujet est très abondante. Lin, (1999) met en évidence le rôle des réseaux dans l'obtention d'un capital social, défini par l'auteur comme un investissement d'individus dans des relations sociales qui leurs permettent d'obtenir l'accès à des ressources afin d'augmenter les gains espérés. Et, pour l'auteur, la mobilisation des réseaux permet ainsi d'augmenter la réputation de l'individu qui est au sein de ce dernier.

Dans le cadre de l'ECF, ce phénomène est également mis en évidence par de nombreux auteurs (Belleflamme et al., 2018; Brown et al., 2018). Si les études portent plutôt sur les réseaux des entrepreneurs, le constat peut très bien être transposé à la plateforme, ce qui amène la seconde proposition :

P2 : Le réseau d'experts d'une plateforme d'ECF peut être un signal effectif sur la qualité de cette dernière, accroissant sa légitimité, et favorisant ainsi l'arrivée de nouveaux acteurs au sein de la plateforme

Or, pour que ce signal soit effectif, il est nécessaire que la plateforme communique sur son réseau d'experts. Cette proposition trouve ainsi des applications managériales relatives à la manière de communiquer des plateformes.

Après avoir analysé les processus *ante* financement, nous nous proposons de passer en revue le discours des différents acteurs interrogés au regard de la perception du rôle de la plateforme quant au suivi de la participation

4.3. Le suivi de la participation : Le co-investissement comme seul garant

Comme nous l'avons expliqué précédemment, les plateformes proposent deux modes de suivi de la participation :

- L'investissement direct, ou « en club » : les investisseurs interagissent directement avec l'entrepreneur
- La mise en place d'une « holding » : l'ensemble des contributeurs sont regroupés au sein d'une holding. C'est le représentant de la holding qui est l'interlocuteur de l'équipe dirigeante

Les personnes interrogées sont quasiment unanimes : l'investissement en direct est perçu très négativement.

Pour DIR1 « *Je n'ai pas envie que Monsieur X, qui a mis 50 ou 100 euros dans l'entreprise, vienne me poser des questions toutes les deux minutes sur tel ou tel point. C'est une perte de temps !* »

Pour BA2, le problème vient du risque d'opportunisme du dirigeant : « *Le problème avec l'investissement en direct, c'est que l'entrepreneur se retrouve avec 150 petits actionnaires qui n'ont aucun poids individuel. Comment s'assurer du coup que l'entrepreneur bosse réellement pour eux ?* »

CI1 et CI2 refusent eux catégoriquement d'entrer au capital d'une entreprise avec un modèle d'investissement en direct.

Pour ECF1, les plateformes d'ECF qui continuent à faire de l'investissement en direct « *tirent le Crowdfunding vers le bas. Parce que ces sociétés-là se retrouvent avec 60, au bas mot, peut-être 300 personnes dans leur capital, et c'est très négatif pour les tours d'après et pour la survie de l'entreprise en fait. Il y a plein de fonds qui ne veulent pas y aller en fait. Sur un modèle capitalistique où il y a plusieurs tours de tables qui doivent être fait, ben…ils sont plantés. Si le jour où vous voulez revendre, ou sortir, ou…enfin..quoi que ce soit, c'est compliqué quoi* »

ECF3 rejoint les propos d'ECF1 « *on a fait de l'investissement en direct exclusivement au début. Puis on a remarqué que…non seulement les entreprises n'étaient pas performantes, mais qu'en plus, elles n'arrivaient plus à attirer d'investisseurs. Pas à cause du manque de perf',*

mais bien à cause de la structure du capital. Du coup, on est en train de passer sur un modèle 100% holding petit à petit »

ECF2 mitige tout de même ces différents constats « *Chez nous, les tickets moyens sont assez élevés (environ 5-6 000€), les investisseurs inscrits sur notre plateforme sont des investisseurs avertis…des micro-BA en somme. Ils peuvent apporter une expertise à l'entrepreneur tout au long de sa participation, ce qui se fait rarement sur les plateformes avec un modèle de holding, le représentant de la holding gérant trop de participations en même temps pour se préoccuper des besoins de l'entrepreneur* »

La question des moyens humains de suivi de la participation est également soulevée par BA3 *« je me pose quand même la question de l'efficacité du suivi sur un regroupement en holding…Même les plus grosses plateformes n'ont pas des moyens humains illimités, et vu le nombre de projets qui sont financés…Comment être sûr, quand on est investisseur, que le représentant de la Holding prête vraiment attention à ce qu'il se passe dans telle ou telle entreprise ?* »

Au-delà du mode de suivi de la participation, les différents acteurs mettent également en évidence le fait que la faible part de capital détenu est une faiblesse des plateformes d'ECF quant à leur rôle de contrôle de l'action du dirigeant.

Pour DIR1 « *Le seul inconvénient de l'equity, c'est qu'ils demandent à ce qu'ils siègent au Conseil d'Administration. Mais ils n'ont que 10% du capital, leur rôle est plutôt consultatif* »

Pour DIR2, c'est un des avantages de l'ECF « *Les avantages du Crowdfunding sont nombreux, et notamment le fait que les actionnaires sont plutôt des actionnaires dormants, peu gourmands. Il y a quelques questions de temps en temps, mais la plupart du temps, on est complètement libre* »

Pour CI1 « *Quand nous entrons au capital d'une entreprise, notre pacte d'actionnaire est béton, nous y incluons de nombreuses clauses qui nous garantissent de perdre un minimum en cas de tuile, mais également qui incitent le dirigeant à faire attention à certains aspects financiers. Les plateformes n'ont pas ça, et elles ne détiennent qu'une trop faible part pour peser sur les actions du dirigeant* »

ECF3 va également dans ce sens « *J'admets qu'on n'a pas beaucoup de poids. On va siéger au Conseil, mais on n'a que peu de leviers. Et en même temps, je pense que ce n'est pas notre rôle. On est là plus pour conseiller, orienter, que pour tenir le bâton…* »

Pour BA2 « *Le Crowdinvesting n'offre pas vraiment de garantie vis-à-vis de la conduite du dirigeant. Ils n'ont pas de poids pour faire un suivi hands on. Il faut qu'ils s'appuient sur d'autres investisseurs, s'il y en a, pour que le suivi soit effectif* »

ECF1 aborde également la question du co-investissement « *Chez nous, on en propose de plus en plus. Même quand l'entrepreneur n'y a pas forcément penser à la base. On lui propose de faire du co-investissement, et il voit. Et c'est à mon sens bénéfique pour tous. Certains viennent chez nous en dernier recours. Mais tous les projets ne sont pas bons à jeter, et notre réseau nous fait suffisamment confiance pour étudier un dossier qu'on lui soumet. C'est bon pour l'entrepreneur, qui pourrait éventuellement lever plus de fonds, c'est bon pour l'autre investisseur s'il croit en l'entreprise, et c'est bon pour nous parce qu'on montre qu'on est capable. Capable d'attirer des investisseurs autour d'un projet. Et ça a l'avantage de proposer une structure de capital plus attrayante dans le cas d'un tour supplémentaire. Le co-investisseur est en quelques sortes un garant du suivi* »

BA1 fait le même constat « *On travaille souvent avec des plateformes…c'est un petit monde finalement. C'est enrichissant pour tout le monde. Le co-investissement est plus…structurant pour l'entrepreneur. Et ils ne sont que très rarement déçus !* »

Il ressort de ces différents entretiens que la plateforme d'ECF n'est pas perçue comme étant en capacité de limiter le risque d'aléa moral, pour différentes raisons :

- Le modèle d'investissement en « club » n'implique plus la plateforme, mais les investisseurs eux-mêmes. De plus, ce modèle induit une dilution du capital, augmentant les risques de comportement opportuniste
- Les moyens humains des plateformes fonctionnant sur le modèle de holding sont remis en cause dans leur capacité à suivre activement la participation
- Le faible pourcentage de capital détenu ne permet pas d'assumer pleinement le rôle de contrôle de l'action du dirigeant

Pour s'assurer de ne pas souffrir d'un déficit de confiance de la part de porteur de projet ou d'investisseurs potentiels, la seule option de la plateforme serait, d'après les entretiens, de recourir au co-investissement. L'adossement à un investisseur expérimenté, ou du moins perçu comme tel, pourrait ainsi être un signal non seulement sur la qualité du projet, mais également sur la capacité de la plateforme à mobiliser d'autres ressources financières. Il en résulterait un accroissement de la confiance envers la plateforme, non pas à assumer son rôle de contrôle de l'action des dirigeants, mais à s'assurer que ce rôle est assumé.

A la lumière de ces éléments, 2 propositions peuvent être faites :

P3 : Une plateforme d'ECF proposant un investissement en direct a un effet négatif sur la perception du rôle de cette dernière dans le suivi des projets, et, de ce fait, sur la possibilité d'attirer de nouveaux acteurs en son sein

Pour corroborer cette proposition, il pourrait être envisagé de mettre en place un protocole d'étude dans le cadre d'une recherche ultérieure.

Cela pourrait se traduire par une expérimentation visant à proposer différents projets fictifs à des investisseurs potentiels, qui seraient amenés à décider d'une prise de participation ou non dans ces derniers.

Ces investisseurs seraient ensuite invités à motiver leur décision en statuant sur les éléments du projet, et en les pondérant. Ainsi, nous pourrions mettre en évidence entre autres l'importance donnée à la structure actionnariale préinvestissement.

P4 : Une plateforme d'ECF qui signale sa capacité à mobiliser des ressources financières par la mise en place d'un co-investissement pourrait accroitre sa légitimité, et par extension son attractivité vis-à-vis de parties prenantes potentielles

Les études sur le co-investissement mettent en évidence l'importance de cette forme d'investissement, par l'émergence de complémentarité entre les différents acteurs augmentant l'efficacité des mécanismes de réduction de l'incertitude (Wang et al., 2019) ou encore la diminution du risque de faillite post-investissement (Bouaiss et al., 2018).

5 Discussion

Les résultats de cette étude permettent d'appréhender le rôle de la plateforme d'ECF dans l'acquisition de ressources.

Pour ce faire, il est nécessaire pour elle de trouver des éléments pertinents à signaler pour construire sa légitimité. Nous avons mis en évidence plusieurs signaux :

- La divulgation volontaire d'information : sur le processus de sélection, d'évaluation, mais cela peut être également étendu aux compétences de l'équipe de gestion. En effet, certaines personnes interrogées n'arrivaient pas à identifier clairement les compétences de cette équipe

- Signaler son réseau d'experts est un élément central dans la quête de légitimité. La possibilité de mobiliser des compétences diverses à tout moment est un gage de confiance
- Mettre en avant sa capacité à mobiliser des ressources financières en mettant en place des co-investissements
- A contrario, le modèle de gestion en club tend à être un élément perçu négativement par les acteurs interrogés

Ces différents éléments peuvent trouver des implications managériales. En effet, une réflexion de la plateforme sur la meilleure manière de communiquer ces signaux lui permettrait potentiellement de gagner la confiance de nombreux utilisateurs potentiels de ce mode de financement. Si la plateforme est perçue comme une plateforme de confiance, elle peut attirer des projets plus qualitatifs, plus d'investisseurs, et ainsi accroitre ses revenus, mais également d'obtenir un avantage concurrentiel.

Cette étude permet également d'enrichir la littérature sur l'ECF, par l'étude du rôle de la plateforme elle-même ; objet d'étude encore assez restreint, les recherches étant plutôt axées sur le rôle de la foule au sein de l'ECF.

Ces résultats amènent également à se questionner sur le développement futur des plateformes. Deux points principaux méritent d'être soulevés.

Le modèle de suivi en club semble souffrir d'un déficit de confiance. Certaines plateformes l'ont arrêté, d'autres sont en train de migrer vers un modèle de gestion en holding. Or, si l'on observe ces plateformes, les tickets minimum et moyens (comme l'indique d'ailleurs ECF2) sont beaucoup plus élevés que sur les plateformes « holding ». Le niveau des montants pourrait indiquer que les investisseurs sur ce type de plateforme sont des investisseurs expérimentés. Dès lors, il se pourrait qu'il ne s'agisse pas d'un déficit de confiance, mais d'un problème de positionnement et d'image de la plateforme. Si les investisseurs sont effectivement des investisseurs expérimentés, il se pourrait que le terme de plateforme d'ECF ne soit plus forcément adapté pour caractériser ce type de plateformes, qui seraient plutôt assimilés à des plateformes de « micro-Business Angels ». Il ne s'agirait donc plus de remettre en cause ce modèle au sein de l'ECF, mais de repenser la place de ces plateformes en tant qu'acteur du « *seed capital* ». Cet élément appelle des recherches supplémentaires.

Second élément, en lien avec la divulgation de l'information. Les législations sur l'ECF sont en constantes évolutions, et les plateformes sont soumises à de plus en plus de règles en matière

d'information. De plus, les plateformes adoptent souvent les mêmes règles et processus (processus déjà existant chez les BA ou les CI), même si elles continuent à se différencier par la spécialisation dans un secteur d'activité par exemple. Certains auteurs l'ont déjà évoqué (Lehner et Harrer, 2019b), mais il serait intéressant d'analyser l'évolution de l'ECF d'un point de vue de la théorie néo institutionnelle (DiMaggio et Powell, 1983). Les plateformes d'ECF étant encore relativement jeunes, bien qu'elles se tendent à se professionnaliser, n'adopteraient-elles pas tout simplement les mécanismes bien connus d'isomorphisme institutionnel dans leur quête de légitimité ?

6 Conclusion

Dans cet article, nous avons cherché à appréhender le rôle de la plateforme d'ECF dans l'acquisition de ressources. Par la mise en place d'une méthode abductive, nous avons pu mettre en évidences plusieurs éléments qui pourraient accroitre la légitimité de la plateforme auprès de différents acteurs, augmentant ainsi les possibilités d'attirer de nouveaux acteurs, et donc de nouvelles ressources.

L'analyse du rôle de la plateforme d'ECF au travers des notions de légitimité et de confiance permet d'enrichir la littérature théorique relative à ce mode de financement, tout en renforçant certains résultats déjà mis en évidence par d'autres chercheurs.

Aussi, cet article peut trouver des applications managériales, comme nous l'avons souligné précédemment, notamment par la mise en exergue de piste de réflexions quant à l'amélioration de la communication de la plateforme en matière de processus, d'expertise, de réseaux. L'ECF étant encore un acteur récent au sein du financement du *Seed Capital*, de sa bonne communication dépend en partie sa survie.

Plusieurs limites sont à soulever, amenant des perspectives de recherches.

Le rôle de la foule dans le processus d'évaluation des projets n'a pas été considéré volontairement. L'objectif de cet article était d'étudier spécifiquement le rôle de la plateforme. Cependant, certaines plateformes incluent un vote de la foule avant le lancement de la levée de fonds. Il serait dès lors intéressant d'étudier l'effet de ce vote de la foule, non pas sur le succès de la campagne, mais sur la mise en ligne ou non du projet. Et de ce fait interroger les plateformes quant à la pondération entre le vote de la foule et leur propre processus d'évaluation dans la prise de décision de lancer la levée de fonds.

Les personnes en charge de la sélection des projets sont méconnues sur la plupart des plateformes. Bien que nous ayons mis en évidence la nécessité de signaler leurs compétences, nous n'avons pas pu les observer. Des travaux supplémentaires devraient permettre d'éclaircir ce point.

Enfin, pour mieux appréhender la qualité du processus de sélection, d'évaluation, et de suivi des projets par la plateforme, il conviendrait de procéder à une analyse comparative des performances financières d'entreprises comparables financées par différents acteurs du « *seed capital* ».

Annexe 1 : Grille d'entretien

Grille thématique des entretiens : Eléments recherchés et thématiques des entretiens :

Caractéristiques de la plateforme d'ECF :

Type de plateforme : Fonctionnement, ticket minimum, mode de suivi de la participation (et évolution de ce mode de suivi, Anaxago ayant fait évoluer son offre pour permettre l'investissement direct et par holding => Pourquoi un tel changement, et avantage-inconvénient du mode de suivi)

Phase de pré-investissement : Mobilisation de réseaux (autres investisseurs, experts), mobilisation de la foule dans le processus d'évaluation, collecte d'informations, apprentissage collaboratif, aspects juridiques (pacte d'actionnaire) et financier (proposition de valeur, Business Plan), rôle du pacte d'actionnaires selon le dirigeant et la plateforme

Phase d'investissement en ECF : Niveau de participation, co-investissement, secteur d'activité, taille des entreprises cibles, territoire géographique

Motivations du recours à l'ECF : Choix ou « dernier recours », implication de la foule, expertise de la plateforme (technique, technologique financière), partage d'informations, création de nouvelles ressources financière et/ou cognitives.

Les raisons du choix de l'entreprise par la plateforme : proposition de valeur, « solidité » du projet, profil du dirigeant/de l'équipe dirigeante, partage de l'incertain et partage des risques (cas de co-investissement), objectif de rentabilité, de création d'emplois, secteur d'activité du projet, cohérence du projet avec les « valeurs » de la plateforme et de la foule.

Phase d'accompagnement du dirigeant : Comportement des investisseurs/du dirigeant de la holding, *hands off, hands on* ou *hands in,* relation investisseur/dirigeants, relation entre investisseurs (cas du co-investissement), partages de ressources, échanges d'informations,

apprentissage collaboratif, création de ressources cognitives et création de nouvelles ressources financières, accès à de nouvelles ressources financières, signal de « confiance »

Relation plateforme-dirigeant : Nature, fréquence, qualité, relations de pouvoir, relations stratégiques, conflits, résolution des conflits, partages de ressources, échanges d'informations, apprentissages collaboratif,création de ressources cognitives et création de nouvelles ressources financières.

Relation plateforme – autres investisseurs : Relations formelles et/ou informelles entre investisseurs), relations de pouvoir (fonction des parts de détention), relations stratégiques, conflits, résolution des conflits, partages de ressources, échanges d'informations, apprentissage collaboratif, synergies créées, création de ressources cognitives et création de nouvelles ressources financières.

Les relations plateforme – partenaires externes : Mobilisation de réseaux (BA, CI, experts techniques), sollicitation d'investisseurs pour co-investir dans le tour actuel ou pour un nouveau tour de table, impact de la plateforme en termes d'image, de réputation, de confiance dans le projet.

L'influence de l'ECF sur la stratégie et l'organisation de l'entreprise : influence sur la stratégie (points d'amélioration, formalisation, réflexion...), sur la vision stratégique du dirigeant, sur le contenu des décisions, sur l'organisation de l'entreprise, degré d'implication de la plateforme sur la stratégie et l'organisation (relativement à d'autres investisseurs dans le cas de co-investissement)

L'influence de l'ECF l'accès à de nouvelles ressources : financières (influence sur les banques, les investisseurs en fonds propres), partenariales (fournisseurs, clients, expert-comptable, commissaire aux comptes, conseillers...) et internes (salariés, expert technique).

Caractéristiques de l'entreprise et de son dirigeant :

Situation de l'entreprise : Historique, secteur d'activité, métier, environnement concurrentiel, taille, performances économiques et financières, dirigeant de l'entreprise/équipe dirigeante, structure de l'actionnariat

Le dirigeant : Représentation du dirigeant de son activité, de son entreprise et de sa stratégie, de son rôle dans l'entreprise, de son management, ses objectifs pour l'entreprise et lui-même.

Le système de gouvernance de l'entreprise : système moniste ou duétiste, avantages et inconvénients, mécanismes de contrôle de l'action du dirigeant, mécanismes d'incitation du dirigeant, influence de l'ECF sur l'attitude managériale du dirigeant.

Les relations entre ECF et dirigeant : Nature, fréquence, qualité, relations de pouvoir, relations stratégiques, conflits, résolution des conflits, partages de ressources, échanges d'informations, apprentissages collaboratif, création de ressources cognitives.

Accès à de nouvelles ressources : financières (influence sur les banques, les investisseurs en fonds propres), partenariales (fournisseurs, clients, expert-comptable, commissaire aux comptes, conseillers...) et internes (salariés, expert technique).

Caractéristiques des BA et CI

Type d'investisseur : Fonctionnement, ticket minimum, territoire géographique…

Les relations avec les partenaires : Nature, fréquence, qualité, relations de pouvoir, relations stratégiques, conflits, résolution des conflits, partages de ressources, échanges d'informations, apprentissages collaboratif, création de ressources cognitives

La perception de l'ECF : Compétences, connaissance de l'équipe de gestion, qualité des projets sélectionnés, qualité du suivi des participations, formes de suivi de la participation…

Chapitre 5. Conclusion générale de la thèse

1 Synthèse des résultats des recherches

Les trois études menées dans le cadre de cette thèse mettent en évidence plusieurs éléments.

Dans ce travail de recherche, nous tentons de déterminer si le financement par ECF permet à un entrepreneur financé par ce biais d'obtenir des ressources financières complémentaires à l'issue d'une levée de fonds.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le financement d'une entreprise est un processus séquentiel, qui fait intervenir différents acteurs en fonction des stades de développement de cette dernière.

Or, la littérature met en évidence que l'octroi de financement est conditionné à la réduction de l'incertitude autour de la « qualité » d'un projet entrepreneurial, et ce à chaque étape de la vie d'une entreprise.

Il s'agit pour un financeur d'identifier les caractéristiques d'une entreprise susceptibles de constituer une opportunité d'investissement. Cela implique une recherche et un échange d'information entre les différentes parties prenantes.

La littérature sur l'ECF permet de nous éclairer sur ce processus lors de la levée de fonds. Cependant, ces études ne replacent que trop peu la portée de leurs résultats vis-à-vis des enjeux d'une entreprise, à savoir financer sa croissance.

En effet, une question en suspens dans la recherche liée à l'ECF est de déterminer si ce mode de financement peut jouer pleinement son rôle dans le « *finance escalator* ». Pour cela, il est nécessaire d'identifier les caractéristiques de l'ECF qui peuvent contribuer l'obtention de financements lors de levée de fonds ultérieures.

Q1 : Dans quelles conditions et dans quelle mesure le financement par ECF favorise-t-il l'accès à des financements complémentaires ?

Dans notre première étude, nous faisons l'hypothèse que certains facteurs de succès de la campagne de financement en ECF favoriseraient l'accès à des financements complémentaires.

Par la construction d'une base de données *ad hoc* regroupant un ensemble de projets financés en France sur différentes plateformes, et par l'élaboration d'un questionnaire à destination des porteurs de projets, nous avons cherché à mesurer la proportion d'octroi de financement, par fonds propres et par endettement, ainsi que les déterminants de ce dernier.

Il ressort de cette première recherche que les entreprises financées par ECF obtiennent dans plus de 35% des cas des financements en fonds propres (*Business Angels*) ou par endettement (Banques) à l'issue de la levée de fonds. En revanche, les Capitaux-Investisseurs, dans notre échantillon, n'ont jamais accordé le moindre financement.

En ce qui concerne les déterminants de l'octroi de financement, les résultats de l'étude montrent que le dépassement des objectifs de levée de fonds, le type de projet financé, le profil de l'entrepreneur ou encore le mode de gestion de la participation ont une influence sur l'octroi de financement ; les deux dernières caractéristiques n'étant pas significatives sur l'octroi de financement bancaire.

Il semblerait ainsi que, dans une certaine mesure, le financement par ECF joue un rôle dans la chaîne de financement.

Q2 : Dans quelle mesure la performance financière d'une entreprise financée par Equity-Crowdfunding diffère-t-elle de celle des entreprises financées par Business Angels ?

La revue de littérature sur le financement des jeunes entreprises met en évidence que les motivations à l'investissement, ainsi que le processus de prise de décision sont communes chez les BA et les investisseurs en ECF. Cependant, elle ne permet pas de valider les effets de l'intervention de l'ECF sur la création de valeur, et sur la performance d'une entreprise ; effets identifiés dans un financement par BA.

Nous avons ainsi entrepris de comparer les performances d'entreprises financées par ces deux acteurs, en mobilisant la méthode d'analyse par les scores de propensions.

Les résultats de notre recherche mettent en évidence une absence de différences significatives dans les performances des entreprises.

Cependant, ils montrent un effet significatif et négatif sur la performance d'une entreprise financée par ECF lors de la première année suivant l'obtention du financement ; effet qui n'est plus observé la seconde année.

L'absence de différences significatives de performance entre entreprises financées par BA et par ECF tend à conforter les éléments montrant une proximité entre les deux acteurs, que ce soit dans leur processus de sélection et d'évaluation, ou dans leur proximité quant à leurs motivations à investir. Les deux acteurs se retrouvant au même stade d'intervention dans une entreprise, elles sont potentiellement amenées à financer des entreprises comparables.

Cependant, l'effet négatif de l'intervention de l'ECF sur la performance de l'entreprise lors de la première année suivant l'obtention du financement soulève, comme la littérature l'a montré, la question de l'efficacité du suivi du projet.

Q3 : De quelle manière une plateforme d'ECF peut construire sa légitimité auprès d'un porteur de projet dans son choix de s'adresser à une plateforme en particulier, mais également auprès d'autres acteurs (BA ou CI) dans le cadre de co-investissement ou de levées de fonds ultérieures ?

Nous nous proposons dans cette recherche d'étudier le rôle de la plateforme d'ECF dans l'acquisition de ressources pour un porteur de projet. Comme nous l'avons expliqué précédemment, le financement par ECF doit être vu comme une étape dans le cycle de financement des entreprises, et de ce fait, l'intervention d'un acteur à un certain stade de développement doit permettre l'acquisition de ressources à des stades de développement ultérieurs. Dans un financement par ECF, la plateforme joue un rôle important dans la sélection et l'évaluation des projets, mais également dans le suivi de la participation dans certains cas (modèle de gestion de la participation en Holding). Elle a ainsi une fonction centrale dans la réduction des risques liés à une opération de financement. Or, si certaines études avancent des arguments quant à son efficacité à réduire ces risques, la perception des acteurs quant à cette efficacité est encore méconnue.

Par la conduite de différents entretiens avec des BA, des CI, des entrepreneurs, et des membres de l'équipe de gestion de la plateforme, nous cherchons ainsi à identifier des éléments susceptibles de signaler la légitimité de la plateforme auprès de différents acteurs, permettant ainsi à l'ECF de jouer pleinement son rôle dans le « *finance escalator* ».

Ainsi, il apparait qu'une plateforme qui présente de façon claire et précise ses processus et critères de sélection et d'évaluation pourrait être perçue comme une plateforme « digne de confiance ». Il en est de même pour les plateformes qui présentent en leur sein des réseaux d'experts reconnus ; cette présence permettant de « rassurer » des investisseurs sur la capacité à sélectionner des projets « de qualité ». Enfin, une plateforme capable de mobiliser d'autres investisseurs à travers un co-investissement pourrait être un signal de confiance vis-à-vis d'investisseurs.

Notre étude met également en évidence la problématique du suivi de la participation, et notamment une perception négative des acteurs vis-à-vis du modèle d'investissement en direct, que ce soit par une crainte de dilution du capital ou par un manque d'incitation à suivre le projet

(du fait des faibles montants investis), favorisant ainsi la possibilité d'adoption de comportement opportuniste du dirigeant.

Les plateformes doivent ainsi pouvoir signaler qu'elles sont « dignes de confiance » et capables d'assumer pleinement leur rôle d'intermédiaire entre investisseurs et entrepreneurs, et également de « garants » quant à la qualité du projet.

L'enjeu majeur résidant dans la survie des plateformes, et la pérennité de ce mode de financement. Une plateforme perçue comme légitime pourrait dès lors bénéficier d'un effet de « cercle vertueux » par :

- L'inscription de nouveaux contributeurs, accroissant les possibilités d'investissement, mais également l'acquisition potentielles de nouvelles connaissances et compétences par ces contributeurs
- La réception de dossiers de financement de « meilleure qualité » : des processus stricts et le signalement d'un certain degré de « professionnalisme » de la plateforme dissuadant certains projets peu préparés à déposer un dossier
- L'extension du réseau de la plateforme et l'attractivité d'investisseurs « expérimentés » lors de levées de fonds ultérieurs

L'ensemble de ces éléments pourraient ainsi influer sur les revenus de la plateforme, et ainsi assurer sa survie.

2 Apports de la thèse

Notre travail doctoral vise à étudier le rôle et le fonctionnement de l'Equity-Crowdfunding au sein de la chaîne de financement des jeunes entreprises. Nous tentons d'identifier les différents éléments spécifiques à l'intervention de cet acteur, et, en particulier, dans sa capacité à déceler efficacement des opportunités d'investissement en amont du financement, et à accompagner l'entreprise financée en aval. L'enjeu principal derrière cette étude est double :

- Pour le modèle de financement par ECF : les différents résultats mis en lumière pourraient permettre aux différents acteurs de mettre en place ou développer des outils, des processus, des modes de communications contribuant à améliorer la visibilité et la légitimité de l'ECF, que ce soit envers les entreprises en recherche de financement, mais également pour l'ensemble des investisseurs potentiels, qu'ils s'agissent de personnes souhaitant investir via l'ECF ou d'autres acteurs du *Seed Capital* (nous avons ainsi regardé essentiellement les BA et les CI)

- Pour les entreprises financées par ECF : la qualité de l'intervention de ce nouvel acteur, et sa légitimité perçue par l'ensemble des acteurs de la finance entrepreneuriale, peut influer directement sur la croissance et/ou la survie de l'entreprise financée. En effet, une entreprise étant en constante recherche de fonds pour financer sa croissance, la présence de l'ECF au sein de l'actionnariat peut être perçue par des investisseurs comme un signal positif ou négatif quant à la « qualité » de l'entreprise. Ainsi, la légitimité de l'ECF peut, selon les cas, freiner ou faciliter l'obtention de financements complémentaires lors de levées de fonds ultérieures, influant de ce fait sur la survie de l'entreprise.

Au regard de ces différents éléments, nous pouvons faire état de plusieurs apports relatifs aux résultats de notre recherche.

2.1. Apports théoriques de la thèse

Si l'ECF est l'objet d'étude principal de notre thèse, nous nous inscrivons dans un cadre d'étude plus large, à savoir le financement des jeunes entreprises en phase de démarrage. De ce fait, nous mobilisons différents champs théoriques relatifs à ce cadre d'analyse. Il est de ce fait nécessaire de revenir sur ces différents cadres, et dans la manière dont nous les avons appliqués lors de ce travail de recherche.

2.1.1. La théorie de l'agence et ses limites

Comme nous l'avons expliqué tout au long de notre thèse, le financement d'une jeune entreprise est un acte risqué pour un investisseur potentiel, du fait d'une forte asymétrie d'information entre entrepreneurs et investisseurs potentiels, faisant apparaitre différents risques pour ces derniers, à savoir un risque de sélection adverse en amont de l'investissement, et d'aléa moral en cas d'entrée au capital du nouvel investisseur. Il s'agit dès lors pour l'investisseur d'obtenir suffisamment d'information pertinente pour prendre sa décision d'investissement (ce qui signifie pouvoir détecter une opportunité d'investissement, à savoir déceler les gains financiers potentiels qu'ils peuvent en retirer), mais également de pouvoir contrôler l'action du dirigeant afin que les intérêts des deux acteurs s'alignent, dans une optique de maximisation de la valeur actionnariale. C'est ce que nous apprend la théorie de l'agence, cadre d'analyse « historique » dans la compréhension des relations investisseurs-dirigeants.

Cependant, et comme nous le montrons dans ce travail doctoral, les spécificités du financement des jeunes entreprises, et par extension, le fonctionnement de l'ECF, ne permettent pas de

rendre précisément compte de l'effectivité des moyens de détection d'opportunités d'investissement ainsi que de l'efficacité du contrôle de l'action du dirigeant dans une optique de maximiser le retour sur investissement pour les actionnaires.

Si nous mettons en évidence l'octroi de financement lors de levées de fonds ultérieurs dans notre premier article, ainsi que l'absence de différences significatives en termes de performances dans notre second article, ce qui pourrait attester de l'efficacité de l'ECF à jouer pleinement son rôle de « principal » lors des phases pré et post-investissement, différents éléments identifiés dans notre troisième article nous amène à nuancer la portée de ce constat.

En effet, le discours de différents acteurs interrogés dans cette étude montre une certaine méfiance quant à la capacité d'une plateforme à jouer pleinement son rôle d'agent. D'une part, ils s'interrogent sur le processus de sélection et d'évaluation des projets, et notamment les capacités techniques et humaines des plateformes à bien identifier les projets représentant de véritables opportunités d'investissement. D'autre part, les faibles leviers de gouvernance disciplinaires mobilisables en ECF lors de la phase de suivi de l'investissement remettent également en question la capacité de réduction du risque d'aléa moral de ce mode de financement.

De plus, l'organisation des plateformes d'ECF, et leurs spécificités, nous amène à nous interroger sur la notion de « principal-agent » au cœur de la théorie de l'agence, et ce pour plusieurs raisons :

- Le rôle de sélection et d'évaluation des projets lors de la phase de préinvestissement étant du ressort de l'équipe de gestion de la plateforme, cette dernière peut être vue, lors de ces premières étapes, comme un « agent » qui agit au nom et pour le compte des investisseurs inscrits sur la plateforme, ce que l'on pourrait assimiler à des « principaux ». Ainsi, si l'on ne peut parler de relation « actionnaire-dirigeant », il existe bien sur ces plateformes un contrat par lequel l'investisseur délègue une partie du processus de sélection et d'évaluation des projets par la plateforme
- De plus, si les étapes préliminaires sont franchies, et si la levée de fonds est effective, nous avons montré précédemment l'importance des échanges lors de cette levée ; et non seulement dans une optique, pour l'investisseur, d'obtenir les informations pertinentes pour motiver sa décision d'investissement, mais également pour l'entrepreneur à avoir différents retours sur le projet. De ce fait, lors de cette phase, l'entrepreneur à l'origine du projet « utilise » la foule pour obtenir des retours sur le marché, sur la technologie, lui permettant éventuellement d'ajuster différents éléments lors de la levée de fonds. De

ce fait, et bien qu'il n'y ait pas de contrats conclus à ce stade, il peut être envisager de d'interpréter de phénomène dans ce que nous appellerons « relation d'agence inversée ». Dans cette configuration, l'investisseur potentiel deviendrait ainsi un agent qui agit dans l'intérêt d'un principal, à savoir l'entrepreneur. Et cela pour valider ou améliorer certains éléments du projet entrepreneurial

- Enfin, lors de la phase suivant la validation de la levée de fonds, l'intervention de la plateforme nous amène de nouveau à réfléchir sur ce phénomène de relation d'agence. En effet, suivant les modèles de gestion de la participation, la plateforme est amenée à jouer le rôle prépondérant dans le contrôle *ex post* de l'action du dirigeant. C'est elle (dans le cadre d'une organisation de suivi de la gestion par Holding) qui va effectuer la remontée d'information aux actionnaires, et qui va, selon les plateformes, représenter leurs intérêts au sein des organes de gouvernance de l'entreprise financée (par l'intermédiaire d'un siège au sein du Conseil d'Administration). Il y a de fait une nouvelle fois une délégation du contrôle de l'action du dirigeant de la part des actionnaires à la plateforme. Or, cela soulève, comme nous l'avons constaté dans nos recherches, la question de l'efficacité de ce suivi. En effet, l'équipe de gestion de la plateforme étant un intermédiaire et un gestionnaire de la participation, elle dispose certes du pouvoir délégué par les actionnaires effectifs, mais elle n'est pas elle-même actionnaire. Elle perçoit généralement un pourcentage des participations pour assurer le suivi de ces dernières. Or, comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises précédemment, la question des moyens logistiques et humains de l'efficacité du suivi est soulevée. Questionnement d'autant plus prépondérant que la plateforme n'est pas impliquée directement dans l'actionnariat de l'entreprise financée

L'ensemble de ces éléments nous amènent à nous interroger sur l'adaptabilité *stricto sensu* de la théorie de l'agence dans le cadre du financement par ECF, ce qui, à notre sens, confère un apport théorique à la littérature sur l'ECF, mais également sur le financement des jeunes entreprises.

C'est pourquoi nous avons souhaité intégrer dans notre réflexion théorique des éléments qui dépassent le cadre de la théorie de l'agence, centrée sur l'intérêt individuel exclusif du principal, en prenant en compte d'autres éléments spécifiques au financement des jeunes entreprises.

2.1.2. L'apport des théories du signal et de la légitimité

Prolongeant notre réflexion menée dans la partie précédente, nous avons mis en exergue l'importance du phénomène de signal ainsi qu'à la notion de légitimité dans le cadre d'un financement par ECF. Le financement d'une jeune entreprise en phase de démarrage étant contraints à la compréhension du projet entrepreneurial, et, comme nous l'avons expliqué précédemment, dans la détection d'opportunité d'investissement, il est nécessaire :

- Pour l'entrepreneur, de mettre en place un ensemble d'éléments susceptibles de « signaler » la qualité de son projet auprès d'investisseurs potentiels
- Pour l'investisseur, d'interpréter et de percevoir ces éléments comme pertinents dans la prise de décision de financement

Cette notion de signal envoyé et reçu, théorisé par Spence (1973), ne peut être détaché d'une autre notion : celle de légitimité.

Pour qu'un quelconque signal puisse être interprété comme positif ou négatif par un acteur, il est nécessaire de questionner la légitimité de l'émetteur du signal.

Or, comme Suchman (1995) l'explique, la légitimité d'une organisation dépend de la manière dont cette organisation, et son fonctionnement, sont perçues par les différents acteurs, et dans le bien-fondé de ses actes.

Au travers des différents travaux menés dans cette thèse, nous mobilisons ce principe en nous interrogeant sur ces notions au regard des spécificités de financement par ECF.

Comme nous l'avons montré au travers de nos études, différentes caractéristiques de la levée de fonds (montants levés, mode de suivi de la participation, type d'entreprise financée) constituent autant de signaux susceptibles de favoriser l'accès à des financements complémentaires. Ces résultats se trouvent en adéquation avec différentes études (Bouaiss et al., 2018; Lukkarinen et al., 2016) mettant en évidence l'analyse des facteurs de « succès » d'une campagne d'ECF comme déterminants de la survie des entreprise.

De plus, dans notre troisième article, nous nous intéressons également à la notion de signal, mais cette fois-ci à travers le rôle et le fonctionnement de la plateforme d'ECF. Nos résultats montrent que cette dernière doit pouvoir produire différents éléments (sur son processus de sélection et d'évaluation des projets, sur l'importance et la qualité de son réseau, et sa capacité à le mobiliser) pouvant être analysés comme des signaux positifs quant à la légitimité de plateforme. Cela rejoint les études de Cumming, Johan, et al. (2019) ou de Cumming et Zhang,

(2018) qui explorent le rôle de la plateforme et notamment sa capacité à être un intermédiaire actif et efficace.

Or, comme nous l'avons relevé dans cette dernière étude, il existe encore une certaine méfiance de la part d'autres investisseurs quant à la capacité de l'ECF à relever le défi de devenir un acteur légitime au sein de la chaîne de financement des entreprises. Et, de ce fait, nous conjecturons le fait que les investisseurs sur la plateforme (ce dont nous ne sommes pas sûr, et qui fera l'objet des limites de cette thèse) ne peuvent être également confiants quant au travail mené par la plateforme.

Si, comme nous l'avons documenté et mis en exergue dans nos différentes recherches, plusieurs mécanismes permettraient, à notre sens, de contribuer à valoriser l'effet de signal, et ainsi la légitimité de l'entrepreneur au travers de l'ECF, et de ce fait la légitimité de ce mode de financement (comme nous l'expliquerons dans les apports managériaux de la thèse), il nous apparait important de rappeler les enjeux de ces considérations théoriques au regard de l'objet principal du financement, à savoir la contribution à la croissance d'une entreprise en phase de démarrage.

2.1.3. L'enjeu du financement par ECF : la théorie de la dépendance aux ressources et le « *finance escalator* »

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le financement par ECF répond non seulement à un impératif de création de valeur (théorie de l'agence), mais également d'une problématique de légitimité de ce mode de financement. Or, ces différentes considérations doivent être mises en perspective. L'ECF, comme nous l'avons rappelé, est un acteur de la chaîne de financement.

Dans ce cadre, il est important de souligner le double rôle de l'ECF, à savoir :

- Permettre à un projet d'obtenir des financements
- S'inscrire dans une dynamique d'investissement, et permettre à l'entreprise financée de poursuivre son objectif, à savoir concrétiser son projet et de contribuer à cela, en intervenant de manière à influer de manière positive à l'octroi de financement lors de levées de fonds ultérieures

En effet, si des problématiques d'investissement émergent lors de ces premiers stades de financement, il est nécessaire de rappeler qu'à ce stade, une entreprise est fortement dépendante de ressources.

Ainsi, comme nous l'avons expliqué dans les précédents chapitres, la survie et la croissance d'une entreprise dépend des ressources (internes ou externes) qu'elle est capable de mobiliser, et ce à chaque stade de développement.

La théorie de la dépendance aux ressources nous éclaire particulièrement sur cet état de fait.

Initiée par Pfeffer et Salancik (1978), cette théorie considère que les organisations sont inter-dépendantes dans l'acquisition et la conservation de ressources vitales. L'entreprise est ainsi dépendante de contraintes environnementales dans l'acquisition des ressources. Selon Daily et al. (2002), cette dépendance aux ressources est particulièrement importante dans les firmes entrepreneuriales de petite taille.

L'acquisition de ressources est dans ce cadre liée à des relations entre l'entreprise et son environnement (Ulrich et Barney, 1984). La prise en compte de l'environnement de l'entreprise va ainsi donner lieu à la formation d'arrangements inter-organisationnels. Cela peut passer par des stratégies d'alliance ou de rachat afin de mieux maitriser les ressources nécessaires à la survie de l'organisation.

D'un point de vue de la structure de gouvernance de l'entreprise, Hillman et al. (2009) mettent l'accent sur l'importance du Conseil d'Administration dans l'accès à des ressources nécessaire à la survie de l'entreprise. Ce constat est d'autant plus vrai dans le cadre de jeunes entreprises, qui sont caractérisées par un manque de ressources en termes de savoir faire, de compétences, que le Conseil d'Administration peut en partie combler (Bonnet et Wirtz, 2011).

Or, comme nous l'avons expliqué précédemment, l'acquisition de ressources dans le cadre d'un financement par ECF dépend :

- De la capacité de l'entrepreneur, de la plateforme et des investisseurs à résoudre des problèmes liés à la théorie de l'agence
- Et de résoudre également les problématiques liées aux notions de signal et de légitimité

L'acquisition de ressources externes ne pouvant se faire, selon la littérature, qu'à condition de résoudre ces écueils.

Cependant, et comme nous l'avons auparavant précisé, ces problématiques ne peuvent être analysées d'un point de vue uniquement statique (à un instant « t », la prise de décision d'un investisseur), mais d'un point de vue dynamique, en inscrivant l'ECF dans ce que l'on appelle le « *finance escalator* ».

Le financement par ECF n'étant qu'une étape dans la vie d'une entreprise, il convient de s'interroger sur la manière dont ce mode de financement contribue, à travers les différents éléments que nous avons avancés précédemment, à contribuer à l'essor ou la concrétisation du projet entrepreneurial financé, et de ce fait à participer au succès de ce dernier.

Cela implique la concordance de plusieurs facteurs, à savoir :

- La perception de la qualité des processus de sélection et d'évaluation des plateformes
- L'adhésion de chacun des acteurs à ce processus lors du financement par ECF
- L'efficacité de l'ECF dans son rôle, son fonctionnement, à soutenir et à gérer des projets entrepreneuriaux, et ainsi à créer de la valeur
- L'adhésion et la reconnaissance de la légitimité de l'ECF auprès d'autres acteurs du « *seed capital* », condition requise pour que ce mode de fonctionnement permette à des entreprises de croitre, et à ce modèle de devenir pérenne

2.2. Apports managériaux de la thèse

De ces différents éléments théoriques découlent des apports managériaux. Le principal enseignement de cette recherche d'un point de vue managérial réside dans la forme de communication de la plateforme. En effet, nous avons pu constater que la principale faiblesse de l'ECF reste le déficit de confiance, lié notamment à une méconnaissance ou à un manque d'information, de transparence, de ces derniers vis-à-vis de leur processus d'investissement. Si de nombreuses plateformes ont mis en place des guides précis sur leur mode de fonctionnement, ou encore sur les partenaires institutionnels ou privés jugés « dignes de confiance » (affiliation à un réseau, partenariat avec un BA ou un CI réputé), il existe encore pour nombre d'entre elles une certaine opacité ; constat qui émane principalement du discours des acteurs interrogés dans notre troisième article. Cette recherche met en lumière une nécessité d'accroitre la transparence des plateformes. Ce constat peut avoir plusieurs conséquences pratiques :

- Une transparence accrue permet une plus grande confiance de la part de contributeurs à s'inscrire sur la plateforme
- Cela permet également de rassurer des porteurs de projets en recherche de fonds…
- …Ainsi que des investisseurs potentiels, que ce soit en cas de demande de co-investissement, ou lors de levées de fonds ultérieures
- L'ensemble de ces éléments permettraient ainsi aux plateformes perçues comme « professionnelles » de recevoir des dossiers de demande de financements plus

« qualitatifs », ayant de plus grandes chances d'être financés par la foule, et potentiellement plus de chances de proposer une rentabilité intéressante

- La conséquence ultime de ce que l'on pourrait qualifier de « cercle vertueux » étant la survie de la plateforme, et la pérennité de ce mode de financement : plus une plateforme est perçue comme digne de confiance, plus il y a d'acteurs sur celle-ci, plus il y a de revenus. Et plus les projets financés sont rentables, plus les investisseurs sont susceptibles de nouer des relations avec la plateforme

Les résultats mis en exergue dans cette thèse trouvent ainsi des applications managériales importantes. Mais il faut également noter que ces applications peuvent se heurter à une forme de réticence. En effet, la nécessité de transparence demande une divulgation de certaines informations quant au mode de fonctionnement des plateformes et des projets financés. Or, cette divulgation d'information se faisant en ligne, les plateformes ainsi que les porteurs de projets peuvent craindre que ces informations ne soient utilisées à des fins de spoliation, d'appropriation d'idée, de concepts par exemple. Il est ainsi nécessaire de trouver le bon degré de transparence, afin de gagner la confiance des potentiels acteurs ayant recours à l'ECF, tout en limitant les risques évoqués précédemment.

2.3. Apports méthodologiques de la thèse

Enfin, des apports méthodologiques peuvent être avancés au regard de la structure de cette thèse. Pour étudier notre objet de recherche, nous avons décidé de mettre en place plusieurs méthodologies, qualitatives et quantitatives. Il nous a semblé original et pertinent d'adopter cette approche afin de saisir un ensemble de notre thématique de recherche. L'étude du financement des entreprises en phase de démarrage nécessite en effet de s'intéresser à des facteurs financiers, économiques, mais également humains. A ce titre, il nous est apparu nécessaire de confronter des résultats quantitatifs au discours des acteurs, par une approche qualitative. En particulier, nous avons pu mieux appréhender la manière dont l'ECF pouvait jouer pleinement son rôle d'acteur du *Seed Capital* à travers les éléments de discours évoqués dans notre troisième article, ce qui contribue à mieux percevoir les résultats quantitatifs. Par exemple, la méfiance relative des CI vis-à-vis du processus de sélection et d'évaluation des projets par la plateforme peut éclairer les résultats de notre premier article, qui mettent en évidence l'absence d'obtention de financements complémentaires par CI lors de levées de fonds ultérieures. Par symétrie, le discours des BA, plus proches de celui de la plateforme, trouve écho dans les résultats de nos deux premiers articles. Les BA et l'ECF étant assez proches dans

leur manière d'aborder l'investissement, il est possible qu'ils se retrouvent dans les mêmes types d'entreprises, d'où la forte proportion de financements obtenus par BA suite à un financement par ECF, mais également l'absence de différences significatives dans les performances des entreprises financés par ces deux types d'investisseurs.

Cette approche multi-méthodologique, avec notamment le recours à une méthodologie d'appariement par les scores de propension, méthodologie peu utilisée dans les sciences de gestion, confère à cette thèse une certaine originalité.

Si nous avons pu identifier différents apports, plusieurs limites doivent être soulevées, amenant à des perspectives de recherches.

3 Limites de la thèse et perspectives de recherche

Comme tout travail de recherche scientifique, cette thèse comprend plusieurs limites, que nous avons déjà évoquées partiellement dans les conclusions des différents articles.

Une des premières limites relève du domaine méthodologique. Dans notre premier article, nous avons constitué une base de données *ad hoc* regroupant un ensemble de projets financés par ECF au sein de différentes plateformes. Or, cette base de données n'est constituée que d'un faible nombre de projets, nombre suffisant pour mettre en évidence certains résultats avec un taux de significativité acceptable scientifiquement, mais qui reste à étoffer. Cette limite rejoint le constat que nous avons fait précédemment quant à la transparence des plateformes. Il est actuellement compliqué d'obtenir un grand nombre de données chiffrées sur l'ECF en France, comparativement au Royaume-Uni par exemple, où les bases de données sont beaucoup plus riches tant en nombre de projets recensés qu'en nombre de variables disponibles. Si cette limite est à atténuer, du fait de l'enrichissement des bases de données sur l'ECF en France par rapport à la période de notre étude, il est nécessaire que ces efforts se poursuivent, et que de nouvelles études sur l'accès à des financements complémentaires puissent être conduites pour corroborer ou non nos travaux.

Une autre limite méthodologique que nous pouvons citer réside dans l'horizon temporel de nos études quantitatives. Ces recherches, qui s'intéressent à l'accès à des financements complémentaires et à la performance des entreprises ne couvrent qu'une période courte post investissement. Concrètement, les octrois de financements complémentaires ne couvrent qu'une période de huit mois suivant la clôture de la levée de fonds. Or, au regard de la littérature sur le financement des entreprises en phase de démarrage, les différentes levées de fonds se font

à intervalle beaucoup plus long. Il se pourrait ainsi que dans notre échantillon, les entreprises ayant déclarées ne pas avoir obtenus de financements dans les huit mois suivant l'octroi d'un financement par ECF n'aient tout simplement pas fait de demande, ou en ont obtenu, mais plusieurs années après, en fonction de leurs besoins. De la même manière, les performances des entreprises financées par ECF n'ont pu être mesurées que dans les deux premières années suivant le financement. Il serait dès lors intéressant d'étendre cette étude pour mesurer la performance à moyen terme.

Enfin, une dernière limite méthodologique peut être avancée concernant notre recherche qualitative (le troisième article). Un acteur n'a pas été interrogé : le contributeur inscrit sur la plateforme. Les plateformes que nous avons approchées ne nous ont pas permis de contacter leurs contributeurs. Or, le discours de ce dernier revêt une certaine importance dans la compréhension de la perception du rôle de la plateforme. Le contributeur peut en effet être considéré, comme nous l'avons évoqué précédemment, comme le « principal » qui délègue à la plateforme le rôle de sélection et l'évaluation des projets. La plateforme agit également en nom et pour le compte des contributeurs dans la représentation de ces derniers au sein des conseils d'administration des entreprises financées, et c'est elle qui organise le processus de remontée d'information du dirigeant vers les actionnaires (dans le cadre d'un mode de gestion dit « en holding »). Cela appelle de nouvelles recherches prenant en compte le discours de cet acteur.

D'un point de vue théorique, il nous apparait pertinent de mettre en avant une piste de réflexion quant à l'appréhension du fonctionnement de l'ECF. Comme nous l'avons souligné dans le troisième article, le cadre de la théorie néo-institutionnel nous apparait être un cadre adapté à l'analyse du marché de l'ECF. Ce marché étant encore émergent, une structuration progressive est nécessaire. Nous pouvons déjà l'observer au travers de différentes législations visant à harmoniser certains principes (notamment en termes de diffusion d'information). De plus, nous pouvons constater une harmonisation volontaire de la part de plusieurs plateformes, qui proposent les mêmes instruments financiers, ainsi que les mêmes « règles de bonne conduite ». Cela nous ramène à la notion d'isomorphisme défini dans la théorie néo-institutionnelle. Il serait dès lors intéressant de mener des études approfondies sur la manière dont se structure l'offre de financement par ECF à travers ce prisme théorique.

Enfin, une autre piste de recherche peut être évoquée en termes d'ouverture scientifique. Comme nous l'avons vu précédemment, les différents acteurs interrogés dans le cadre de notre thèse ont des appréciations différentes quant à la qualité des projets financés par ECF, ainsi que

dans la capacité de ce mode de financement à jouer pleinement son rôle au sein de la chaîne de financement. Il serait dès lors intéressant de procéder à une expérimentation visant à évaluer la perception d'un investisseur sur la qualité d'un projet financée par ECF. Pour ce faire, nous proposons de mettre en place un protocole expérimental qui pourrait se présenter comme suit :

- Dans un premier temps, différents dossiers fictifs de demandes de financements pourraient être élaborés, avec le concours de plateformes volontaires, mais également d'investisseurs privés (BA ou CI) voire institutionnels. L'objectif serait de proposer des dossiers qui auraient été financés par ECF auprès d'investisseur dans le cadre d'un nouveau tour de financement
- Dans un second temps, ces dossiers seraient proposés à différents investisseurs potentiels qui seraient volontaire pour cette étude. L'objectif ici serait une mise en situation réelle, s'apparentant au travail de sélection des dossiers auquel procèdent des BA et des CI
- A l'issue de l'étude de ces différents dossiers, l'investisseur serait invité à se prononcer sur la qualité du projet, et d'indiquer s'il serait enclin à investir dans ce dernier. Au-delà de la décision en elle-même, il serait demandé de donner une appréciation sur les différents éléments constitutifs du dossier, et de les pondérer en fonction de l'importance accordée à chaque élément dans la prise de décision finale

Nous pourrions ainsi mieux appréhender les caractéristiques d'un projet financé par ECF susceptibles de favoriser ou au contraire freiner l'octroi de financements complémentaires.

Bibliographie

Agrawal A, Catalini C and Goldfarb A (2015) Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2569988 (accessed 9 December 2015).

Agrawal AK, Catalini C and Goldfarb A (2011) *The geography of crowdfunding*. National bureau of economic research. Available at: http://www.nber.org/papers/w16820.

Agrawal AK, Catalini C and Goldfarb A (2013) *Some simple economics of crowdfunding*. National Bureau of Economic Research. Available at: http://www.nber.org/papers/w19133 (accessed 4 January 2016).

Ahlers GK, Cumming D, Günther C, et al. (2015) Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Available at: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/etap.12157/full (accessed 4 January 2016).

Akerlof GA (1970) The market for" lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*: 488–500.

Allison TH, Davis BC, Short JC, et al. (2015) Crowdfunding in a prosocial microlending environment: Examining the role of intrinsic versus extrinsic cues. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1). SAGE Publications Sage CA: Los Angeles, CA: 53–73.

Audretsch DB, Coad A and Segarra A (2014) Firm growth and innovation. *Small business economics* 43(4). Springer: 743–749.

Baldock R and Mason C (2015) Establishing a new UK finance escalator for innovative SMEs: the roles of the Enterprise Capital Funds and Angel Co-Investment Fund. *Venture Capital* 17(1–2). Taylor & Francis: 59–86.

Banerjee AV (1992) A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*: 797–817.

Belleflamme P, Lambert T and Schwienbacher A (2013) Individual crowdfunding practices. *Venture Capital* 15(4): 313–333. DOI: 10.1080/13691066.2013.785151.

Belleflamme P, Lambert T and Schwienbacher A (2014) Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* 29(5): 585–609. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003.

Belleflamme P, Lambert T and Schwienbacher A (2018) Network effects in crowdfunding. *Available at SSRN* 3259191.

Berger AN and Udell GF (1998) The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22(6): 613–673.

Bessière V and STÉPHANY É (2014) Évaluation d'entreprises: Le financement par crowdfunding. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises? *Revue française de gestion* 40(242): 149–161.

Bessière V and Stéphany É (2014) *Le Crowdfunding: Fondements et Pratiques*. De Boeck.

Bessière V and Stéphany E (2015) Financement et gouvernance des start-ups en equitycrowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie* (18–4). Available at: http://fcs.revues.org/1684 (accessed 25 January 2016).

Bessière V and Stéphany É (2015) *Le Financement de l'innovation: Nouvelles Perspectives Théoriques et Pratiques*. De Boeck.

Bessière V, Stephany E and Wirtz P (2018) Crowdfunding, Business Angels, and Venture Capital: New Funding Trajectories for Start-Ups?

Blais R and Toulouse J-M (1990) Les motivations des entrepreneurs: une étude empirique de 2278 fondateurs d'entreprises dans 14 pays. *Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise* 3(3–4). Presses de l'Université du Québec: 269–300.

Block J, Hornuf L and Moritz A (2018) Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics* 50(1): 3–27.

Bonnet C and Wirtz P (2011) Investor type, cognitive governance and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual framework. *Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral* 1(1): 42–62.

Bottazzi L, Da Rin M and Hellmann T (2016) The importance of trust for investment: Evidence from venture capital. *The Review of Financial Studies* 29(9). Society for Financial Studies: 2283–2318.

Bouaiss K, Carine G and Zopounidis C (2018) Why Do Firms Fail after Equity Crowdfunding Campaigns? Evidence from France.

Bretschneider U, Knaub K and Wieck E (2014) Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Start-Ups? Available at: http://aisel.aisnet.org/ecis2014/proceedings/track05/6/ (accessed 14 January 2016).

Brown R, Mawson S and Rowe A (2018) Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management*.

Budescu DV and Chen E (2014) Identifying expertise to extract the wisdom of crowds. *Management Science* 61(2): 267–280.

Caliendo M and Kopeinig S (2008) Some practical guidance for the implementation of propensity score matching. *Journal of economic surveys* 22(1): 31–72.

Cardon MS, Wincent J, Singh J, et al. (2009) The nature and experience of entrepreneurial passion. *Academy of management Review* 34(3). Academy of Management Briarcliff Manor, NY: 511–532.

Certhoux G and Zenou E (2006) Gouvernance et dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale: le cas des Business Angels. *Revue de l'Entrepreneuriat* 5(1): 13–29.

Chakroun R (2008) La perception de l'utilité de l'information volontaire dans les rapports annuels par les analystes financiers tunisiens. In: 2008.

Charreaux G (1997) *Le Gouvernement Des Entreprises: Corporate Governance: Théories et Faits*.

Charreaux G (2002) L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue française de gestion* no 141(5): 77–107.

Charreaux G (2005a) Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale» Une réflexion exploratoire... *Revue française de gestion* (4): 215–238.

Charreaux G (2005b) Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale» Une réflexion exploratoire... Available at: http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2005-4-page-215.htm (accessed 20 January 2016).

Charreaux G and Desbrières P (1998) Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie* 1(2): 57–88.

Chen X-P, Yao X and Kotha S (2009) Entrepreneur passion and preparedness in business plan presentations: a persuasion analysis of venture capitalists' funding decisions. *Academy of Management journal* 52(1): 199–214.

Cholakova M and 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.

Coakley J and Lazos A (2021) New developments in equity crowdfunding: A review. *Review of Corporate Finance* 1(3–4). Now Publishers, Inc.: 341–405.

Colombo MG, Franzoni C and Rossi-Lamastra C (2015) Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1): 75–100.

Core JE, Holthausen RW and Larcker DF (1999) Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics* 51(3): 371–406.

Courtney C, Dutta S and Li Y (2017) Resolving information asymmetry: Signaling, endorsement, and crowdfunding success. *Entrepreneurship Theory and Practice* 41(2). SAGE Publications Sage CA: Los Angeles, CA: 265–290.

Cumming DJ and Johan S (2016) Crowdfunding and Entrepreneurial Internationalization. *Cumming, DJ, and and SJ, Johan*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2711894 (accessed 18 February 2016).

Cumming DJ and Zhang Y (2018) Are crowdfunding platforms active and effective intermediaries?

Cumming DJ, Leboeuf G and Schwienbacher A (2014) Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All-or-Nothing. In: *Paris December 2014 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper*, 2014. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2447567 (accessed 10 December 2015).

Cumming DJ, Vanacker T and Zahra SA (2019) Equity crowdfunding and governance: Toward an integrative model and research agenda. *Academy of Management Perspectives* (ja).

Cumming DJ, Johan SA and Zhang Y (2019) The role of due diligence in crowdfunding platforms. *Journal of Banking & Finance* 108. Elsevier: 105661.

Daily CM, McDougall PP, Covin JG, et al. (2002) Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms. *Journal of management* 28(3): 387–412.

De Buysere K, Gajda O, Kleverlaan R, et al. (2012) A framework for European crowdfunding. *European Crowdfunding Network (ECN), available at www. europecrowdfunding. org/european_ crowdfunding_framework.* Available at: http://www.europecrowdfunding.org/wp-content/blogs.dir/12/files/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf (accessed 29 December 2015).

Dechow PM (1994) Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics* 18(1): 3–42.

Dew N, Read S, Sarasvathy SD, et al. (2009) Effectual versus predictive logics in entrepreneurial decision-making: Differences between experts and novices. *Journal of business venturing* 24(4): 287–309.

DiMaggio PJ and Powell WW (1983) The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*: 147–160.

Dowling J and Pfeffer J (1975) Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific sociological review* 18(1). Sage Publications Sage CA: Los Angeles, CA: 122–136.

Estrin S, Gozman D and 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.

Frölich M (2007) Propensity score matching without conditional independence assumption—with an application to the gender wage gap in the United Kingdom. *The Econometrics Journal* 10(2): 359–407.

Frydrych D, Bock AJ, Kinder T, et al. (2014) Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. *Venture Capital* 16(3): 247–269.

Gerber EM, Hui JS and Kuo P-Y (2012) Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In: *Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics*, 2012. Available at: http://juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf (accessed 22 June 2016).

Germak AJ and Robinson JA (2014) Exploring the motivation of nascent social entrepreneurs. *Journal of Social Entrepreneurship* 5(1). Taylor & Francis: 5–21.

Gierczak MM, Bretschneider U, Haas P, et al. (2016) Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising. In: *Crowdfunding in Europe*. Springer, pp. 7–23. Available at: http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-18017-5_2 (accessed 11 January 2016).

Girard C and Deffains-Crapsky C (2016) Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding: Le cas de la France. *Finance Contrôle Stratégie* (19–3). Available at: http://fcs.revues.org/1829.

Gobble MM (2012) Everyone is a venture capitalist: the new age of crowdfunding. *Research technology management* 55(4): 4.

Gompers P, Kovner A, Lerner J, et al. (2008) Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics* 87(1): 1–23.

Green A, Tunstall RJ and Peisl T (2015) The benefits of crowdfunding for early-stage entrepreneurs: Between finance gap and democratic involvement. Available at: http://eprints.whiterose.ac.uk/88996/ (accessed 9 December 2015).

Guidry RP and Patten DM (2012) Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. In: *Accounting Forum*, 2012, pp. 81–90. Elsevier.

Guiso L, Sapienza P and Zingales L (2008) Trusting the stock market. *the Journal of Finance* 63(6). Wiley Online Library: 2557–2600.

Harrison R and Mason C (1992) *The Role of Investors in Entrepreneurial Companies: A Comparison of Informal Investors and Venture Capitalists*. University of Southampton, Urban Policy Research Unit.

Hellmann T and Puri M (2002) Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance* 57(1): 169–197.

Hemer J (2011) *A snapshot on crowdfunding*. Working papers firms and region. Available at: http://www.econstor.eu/handle/10419/52302 (accessed 4 February 2016).

Hervé F, Manthé E, Sannajust A, et al. (2016) Investor Motivations in Investment-Based Crowdfunding. *Available at SSRN 2746398*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2746398 (accessed 12 April 2016).

Hillman AJ, Withers MC and Collins BJ (2009) Resource dependence theory: A review. *Journal of management*. Available at: http://jom.sagepub.com/content/early/2009/10/19/0149206309343469.short.

Hitt MA, Hoskisson RE and Kim H (1997) International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management journal* 40(4): 767–798.

Hornuf L and Schwienbacher A (2014a) Crowdinvesting–Angel Investing for the masses? *Handbook of Research on Venture Capital* 3. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2401515 (accessed 9 December 2015).

Hornuf L and Schwienbacher A (2014b) The Emergence of Crowdinvesting in Europe. *Available at SSRN 2481994*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2481994 (accessed 10 December 2015).

Hornuf L, Schmitt M and Stenzhorn E (2018) Equity crowdfunding in Germany and the United Kingdom: Follow-up funding and firm failure. *Corporate Governance: An International Review* 26(5). Wiley Online Library: 331–354.

Huault I (2009) Paul DiMaggio et Walter Powell. Des organisations en quête de légitimité. *Les grands auteurs en management*: XXX–XXX.

Jensen MC and Meckling WH (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3(4): 305–360.

Kappel T (2008) Ex ante crowdfunding and the recording industry: A model for the US. *Loy. LA Ent. L. Rev.* 29: 375.

Kirmani A and Rao AR (2000) No pain, no gain: A critical review of the literature on signaling unobservable product quality. *Journal of marketing* 64(2): 66–79.

Kleemann F, Vo\s s GG and Rieder K (2008) Un (der) paid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, technology & innovation studies* 4(1): PP-5.

Kleinert S, Volkmann C and Grünhagen M (2020) Third-party signals in equity crowdfunding: the role of prior financing. *Small Business Economics* 54(1). Springer: 341–365.

Langan-Fox J and Roth S (1995) Achievement motivation and female entrepreneurs. *Journal of Occupational and Organizational Psychology* 68(3). Wiley Online Library: 209–218.

Lebraty J-F and Lobre K (2010) Créer de la valeur par le crowdsourcing: la dyade Innovation-Authenticité. *Systèmes d'information & management* 15(3): 9–40.

Lehner OM and Harrer T (2019a) Crowdfunding revisited: a neo-institutional field-perspective. *Venture Capital* 21(1): 75–96.

Lehner OM and Harrer T (2019b) Crowdfunding revisited: a neo-institutional field-perspective. *Venture Capital* 21(1): 75–96.

Lehner OM, Grabmann E and Ennsgraber C (2015) Entrepreneurial implications of Crowdfunding as alternative funding source for innovations. *Venture Capital* (ahead-of-print): 1–19.

Ley A and Weaven S (2011) Exploring agency dynamics of crowdfunding in start-up capital financing. *Academy of Entrepreneurship Journal* 17(1): 85.

Lin N (1999) Building a network theory of social capital. *Connections* 22(1). Citeseer: 28–51.

Lin Y, Boh WF and Goh KH (2014) How different are crowdfunders? Examining archetypes of crowdfunders and their choice of projects. In: *Academy of Management Proceedings*, 2014, p. 13309. Academy of Management. Available at: http://proceedings.aom.org/content/2014/1/13309.short (accessed 27 April 2017).

LINDBLOM CK (1994) The implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure. *Critical Perspectives on Accounting Conference, New York, 1994*. Available at: https://ci.nii.ac.jp/naid/10025885553/ (accessed 1 October 2020).

Löher J (2017) The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures: an analysis of the preselection process. *Venture Capital* 19(1–2). Taylor & Francis: 51–74.

Lukkarinen A, Teich JE, Wallenius H, et al. (2016) Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems* 87: 26–38.

Maalaoui A and Conreaux P (2014) *Crowdfunding Les Clés du Financement Participatif*. Paris: Ellipses Marketing.

Macht SA (2011) The role of investee company managers in business angels' involvement: empirical insights from dyadic data. *Venture Capital* 13(3): 267–293.

Macht SA and Weatherston J (2014) The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures. *Strategic Change* 23(1–2): 1–14.

Madill JJ, Haines GH and RIding AL (2005) The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital* 7(2): 107–129.

Mason C and Stark M (2004) What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal* 22(3): 227–248. DOI: 10.1177/0266242604042377.

Mason CM and Harrison RT (1995) Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small business economics* 7(2): 153–172.

Mason CM and Harrison RT (1997) Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for the public sector. *Small Business Economics* 9(2): 111–123.

Mason CM and Harrison RT (2000) The size of the informal venture capital market in the United Kingdom. *Small Business Economics* 15(2): 137–148.

Mason CM and Harrison RT (2002) Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing* 17(3): 211–236.

Massolution (2012) CROWDFUNDING INDUSTRY REPORT: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. Available at: http://www.crowdsourcing.org/document/crowdfunding-industry-report-market-trends-composition-and-crowdfunding-platforms/14277 (accessed 18 February 2016).

Massolution (2015) Global Crowdfunding Market to Reach $34.4B in 2015, Predicts Massolution's 2015CF Industry Report. Available at: http://www.crowdsourcing.org/editorial/global-crowdfunding-market-to-reach-344b-in-2015-predicts-massolutions-2015cf-industry-report/45376 (accessed 30 March 2016).

Matthews CH and Scott SG (1995) Uncertainty and planning in small and entrepreneurial firms: an empirical assessment. *Journal of Small Business Management* 33(4): 34.

Meyer JW and Rowan B (1977) Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *The American Journal of Sociology* 83(2): 340–363.

Migeotte L (1992) *Souscriptions publiques dans les cités grecques (les)*. Editions du Sphinx. Librairie Droz.

Mitteness C, Sudek R and Cardon MS (2012) Angel investor characteristics that determine whether perceived passion leads to higher evaluations of funding potential. *Journal of Business Venturing* 27(5): 592–606.

Mollick E (2014) The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* 29(1): 1–16.

Mollick E and Robb A (2016) Democratizing Innovation and Capital Access: THE ROLE OF CROWDFUNDING. *California Management Review* 58(2): 72–87. DOI: 10.1525/cmr.2016.58.2.72.

Mollick ER and Nanda R (2014) Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.2443114.

Morrissette SG (2007) A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity* 10(3): 52–66.

Moussavou J (2017) Asymétries d'information et crowdfunding. *Revue francaise de gestion* N° 268(7). Lavoisier: 61–76.

Murzacheva E and Levie J (2020) Entrepreneurial finance journeys: embeddedness and the finance escalator. *Venture Capital*. Taylor & Francis: 1–30.

Onnée S and Renault S (2013) Le financement participatif: atouts, risques et conditions de succès. *Gestion* 38(3). HEC Montréal: 54–65.

Pfeffer J and Salancik GR (1978) The external control of organisations. *New York* 175.

Politis D (2008) Business angels and value added: what do we know and where do we go? *Venture Capital* 10(2): 127–147.

Pourtier F (2004) La publication d'informations financières volontaires: synthèse et discussions. *Comptabilité contrôle audit* 10(1).

Prahalad CK (1994) Corporate governance or corporate value added?: Rethinking the primacy of shareholder value. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=544042 (accessed 2 May 2017).

Rosenbaum PR and Rubin DB (1983) The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*: 41–55.

Rossi A and Vismara S (2018) What do crowdfunding platforms do? A comparison between investment-based platforms in Europe. *Eurasian Business Review* 8(1). Springer: 93–118.

Scarbrough H, Swan J, Amaeshi K, et al. (2013) Exploring the Role of Trust in the Deal-Making Process for Early-Stage Technology Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice* 37(5): 1203–1228. DOI: 10.1111/etap.12031.

Scheder B and Arbøll CK (2014) *Crowdinvestor Investment Decision-Making: A Study of Motivation, Investment Process and Criteria*. PhD Thesis. Master's Thesis. Copenhagen Business School.

Scheinkman JA and Xiong W (2003) Overconfidence and speculative bubbles. *Journal of political Economy* 111(6): 1183–1220.

Schwienbacher A and Larralde B (2010) Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *HANDBOOK OF ENTREPRENEURIAL FINANCE, Oxford University Press, Forthcoming*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183 (accessed 9 December 2015).

Shehata NF (2014) Theories and determinants of voluntary disclosure. *Accounting and Finance Research (AFR)* 3(1).

Signori A and Vismara S (2016) Returns on investments in equity crowdfunding. *Available at SSRN 2765488*.

Signori A and Vismara S (2018) Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms. *Journal of Corporate Finance* 50: 575–591. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018.

Spence M (1973) Job market signaling. *The quarterly journal of Economics*: 355–374.

Strohmaier D, Zeng J and Hafeez M (2019) Trust, distrust, and crowdfunding: A study on perceptions of institutional mechanisms. *Telematics and Informatics* 43: 101252.

Suchman MC (1995) Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review* 20(3): 571–610.

Surowiecki J (2005) *The Wisdom of Crowds*. Anchor. Available at: https://books.google.fr/books?hl=fr&lr=&id=hHUsHOHqVzEC&oi=fnd&pg=PR11&dq=the+wisdom+of+small+crowds&ots=ZrdA-nWocr&sig=3_bugaO6y8xfpsvoT4q2bm7jik4 (accessed 20 June 2016).

Thietart R-A (2014) Méthodes de recherche en management. *Paris, Dunod*.

Ulrich D and Barney JB (1984) Perspectives in organizations: resource dependence, efficiency, and population. *Academy of Management Review* 9(3): 471–481.

Van Osnabrugge M (2000) A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance* 2(2): 91–109.

Van Osnabrugge M and Robinson RJ (2000) *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies–The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. John Wiley & Sons. Available at: https://books.google.fr/books?hl=fr&lr=&id=nYfnKbLVxjIC&oi=fnd&pg=PR11&dq=angel+investing+matching&ots=X_5qf0fza-&sig=9TwrvTAr2uwmdcfq6jUgGAcWUaE (accessed 27 April 2017).

Venkatraman N and Ramanujam V (1986) Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of management review* 11(4): 801–814.

Verstraete T and Saporta B (2006) Création d'entreprise et entrepreneuriat. *Editions de l'ADREG*.

Vismara S (2016) Information cascades among investors in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*.

Wallmeroth J, Wirtz P and Groh AP (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 al. (2019) The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*. DOI: 10.1016/j.respol.2019.01.003.

Wardrop R, Zhang B, Rau R, et al. (2015) Moving Mainstream. *The European Alternative Finance Benchmarking Report*. Available at: http://www.iberglobal.com/files/2015/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf (accessed 18 April 2016).

Wirtz P (2006) Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance. *Finance Contrôle Stratégie* 9(2): 187–201.

Yan S (2015) Which signaling factors facilitate the success probability of equity crowdfunding? Available at: http://essay.utwente.nl/68537/ (accessed 9 December 2015).

Zimmerman MA and Zeitz GJ (2002) Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review* 27(3): 414–431.

Zucker LG (1986) Production of trust: Institutional sources of economic structure, 1840–1920. *Research in organizational behavior*. Available at: http://psycnet.apa.org/psycinfo/1988-10420-001 (accessed 20 January 2016).