



**HAL**  
open science

## Micro-prise de participation et entrepreneuriat social du point de vue du capital-risque :

Glòria Estapé-Dubreuil, Arvind Ashta, Jean-Pierre Hédou

### ► To cite this version:

Glòria Estapé-Dubreuil, Arvind Ashta, Jean-Pierre Hédou. Micro-prise de participation et entrepreneuriat social du point de vue du capital-risque :. *Strategic Change*, 2012, 21 (7-8), pp.355-368. hal-00812966

**HAL Id: hal-00812966**

**<https://hal.science/hal-00812966>**

Submitted on 13 Apr 2013

**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.

**Micro-prise de participation et entrepreneuriat social du point de vue du capital-risque :  
étude de cas de l'approche des CIGALES de la micro-prise de participation<sup>1</sup>**

(Traduction de l'article publié depuis dans *Strategic Change : Briefings in Entrepreneurial Finance*, avec quelques modifications)

Citation idéale :

Etapé-Dubreuil, Glòria, Arvind Ashta, and Jean-Pierre Hédou. 2012. "Microequity and Social Entrepreneurship from a Venture Capital Perspective: A case study of the CIGALES approach to micro-equity." *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance* no. 21 (7-8 ):355–368.

Glòria Estapé-Dubreuil,

Professeure, Universitat Autònoma de BARCELONA

[gloria.estape@uab.cat](mailto:gloria.estape@uab.cat)

Arvind Ashta,

Titulaire de la Chaire Banque Populaire en Microfinance

*Burgundy School of Business* (Groupe ESC Dijon-Bourgogne)

[Arvind.ashta@escdijon.eu](mailto:Arvind.ashta@escdijon.eu)

Jean-Pierre Hédou

Président de l'Association Régionale des CIGALES de Bourgogne

---

<sup>1</sup> Traduction : Emmanuel LANIER-GARDE

**Micro-prise de participation et entrepreneuriat social du point de vue du capital-risque :  
étude de cas de l'approche des CIGALES de la micro-prise de participation**

**Titre abrégé :** Micro-angels et micro-prise de participation

**Résumé en une phrase :** Les micro-angels français sont des investisseurs sociaux désireux d'aider les micro-entreprises à survivre.

**Points clés**

La micro-prise de participation est peut-être la clef pour vaincre le stress des micro-entrepreneurs qui sont surexposés au microcrédit.

Des micro-angels français sont désireux d'investir de petites sommes pour aider des personnes à monter leur propre affaire, et ainsi sortir de la pauvreté.

Les micro-angels français investissent par syndication dans des projets de micro-entreprises. Chaque angel donne juste quelques centaines d'euros, mais mis ensemble ils peuvent apporter quelque trois mille euros à certaines entreprises.

Ils cherchent des retours sociaux et environnementaux plutôt que des retours financiers. Cela englobe la proximité géographique et la solidarité.

**Mots-clés :** entrepreneuriat social, micro-angels, micro-entreprise, micro-prise de participation, bonnes fées des affaires, capital-risque, investisseurs sociaux

**Codes JEL :** A13, G14, G11, L26

**Codes EFM :** 810, 800, 330

## **Introduction**

L'entrepreneuriat social utilise des pratiques et principes commerciaux pour amener un changement social positif. L'innovation sociale nécessite de modifier les relations sociales ainsi que des pratiques innovantes pour surmonter les problèmes sociaux. Les investisseurs sociaux sont ceux qui investissent dans des entreprises sociales, en s'attendant à récupérer leur capital et peut-être assez pour couvrir l'inflation, mais aussi pour avoir des retours sociaux de l'entreprise dans laquelle ils investissent.

La microfinance, à savoir la fourniture de services financiers aux pauvres et à ceux qui sont exclus financièrement, avec ses composantes de mission sociale, est sans doute liée à l'entrepreneuriat social. Le monde a été témoin de la croissance ahurissante du microcrédit et, par conséquent, de la micro-épargne, de la micro-assurance et autres produits financiers. Cependant, avec le développement du microcrédit, des problèmes comme le surendettement chez les micro-entrepreneurs sont également apparus. On se demande si le micro-entrepreneur est surendetté, pourquoi il n'y a pas d'investissement de la part de micro-angels à grande échelle dans les pays en voie de développement, afin de réduire les ratios endettement / prise de participation.

Néanmoins, des initiatives de promotion de la micro-prise de participation ont eu lieu dans le monde développé. Des bonnes fées locales des affaires sont désireuses d'investir de petites sommes pour aider des personnes à démarrer leur propre activité et sortir de la pauvreté. Ces fonds de micro-angels sont investis dans la micro-prise de participation. En France, c'est par exemple le mouvement du *Club d'Investisseurs pour une Gestion Alternative et Locale de l'Épargne Solidaire* (CIGALES). Toutefois, peu de personnes, même en France, ont entendu parler de ce mouvement et il n'existe que quelques publications dans ce domaine ([par exemple, Taupin et Glemain, 2006](#)).

Cet article s'attache au travail des micro-angels CIGALES, en analysant leur profil : sont-ils différents des capital-risqueurs et autres bonnes fées des affaires et, le cas échéant, de quelle manière ; et quelles sont leurs méthodes de sélection des projets. Cela présente un intérêt pour le développement futur de mouvements similaires dans d'autres parties du monde, notamment les pays en voie de développement.

## **Revue de littérature**

En théorie, les capital-risqueurs et les bonnes fées des affaires gagnent de l'argent en choisissant des entreprises adéquates après examen des plans d'affaires, alignent les incitations, guidant l'entrepreneur à

atteindre cette échelle, puis sortant du projet. Cependant, la littérature distingue les procédures informelles adoptées par les bonnes fées des affaires qui sont dans une situation d'investissement moins avancée que les fonds de capital-risque : souvent, les angels peuvent financer avant que les entreprises ne commencent à vendre ([Sohl, 1999](#); [Wong et al., 2009](#)). Bien que les bonnes fées des affaires réalisent individuellement des investissements plus modestes que les capital-risqueurs, la taille totale du marché de l'investissement des bonnes fées des affaires est considérée comme beaucoup plus importante ([Hindle et Wenban, 1999](#); [Sohl, 1999](#); [Wong et al., 2009](#)). Un certain nombre d'études s'intéresse au profil des bonnes fées des affaires en termes de genre, de formation, de richesse, d'expérience préalable en démarrage d'entreprises, d'expérience préalable en gestion, de pourcentage de capital investi dans des entreprises risquées ([Hindle et Wenban, 1999](#); [Wong et al., 2009](#)). Bien que certaines études divisent les angels en "importants" (\$200000) ou "petits" (\$20000) ([Hindle and Wenban, 1999](#)), personne ne semble avoir étudié les micro-angels (seulement \$10 par mois, mis en commun pour un investissement global de \$1000 après quelques mois).

Les sociétés de financement par capitaux propres gagnent de l'argent en achetant et vendant des sociétés, ou des parts dans des sociétés. Pour cela, les fonds de capital-risque choisissent invariablement des industries en forte croissance ([Zider, 1998](#)), des industries à haut risque et haute rentabilité ([Champion and Carr, 2000](#)), ou des sociétés avec une certaine synergie, afin de pouvoir créer une plateforme plus importante. Ainsi, les capital-risqueurs et les bonnes fées des affaires doivent étudier un grand nombre de propositions pour écarter les entrepreneurs offrant une rentabilité faible, et retenir ceux qui promettent une rentabilité élevée. Les critères de sélection doivent refléter le fait que le secteur a les opportunités et que les cadres dirigeants ont les capacités de convertir ces opportunités en retours élevés sur investissement ([Feeney et al., 1999](#)).

Le processus de sélection englobe le contexte de l'opération (références, connaissances, démarchage téléphonique, recherche active), son passage au crible (taille minimale de l'investissement, industrie familière, technologie, situation géographique, stade du financement), son évaluation et la vérification au préalable ([Cumming, 2006](#); [Feeney et al., 1999](#); [Hindle et Wenban, 1999](#); [Tyebjee et Bruno, 1984](#)). Tout cela est fait dans le but de choisir des sociétés adéquates en ciblant des niches appropriées car

les bonnes fées des affaires ([Wong et al., 2009](#)) et les sociétés de capital-risque (CR) ([Colombo et Grilli, 2009](#)) se spécialisent dans une industrie et choisissent des sociétés liées à des industries, technologies ou produits pour lesquels elles disposent d'une certaine expérience. Cela dit, des CR généralistes existent aussi mais ils ont tendance à sélectionner des cibles de technologie moins avancée que les CR spécialisés ([Jungwirth et Moog, 2004](#)). Les bonnes fées des affaires choisissent aussi des industries avec lesquels elles sont plus familières, plus que ne le font les CR ([Feeney et al., 1999](#)).

Les facteurs financiers qui sont considérés comme importants sont : le taux de rentabilité espéré ; la croissance du capital ; la capacité d'autofinancement ; le délai de retrait, et les bénéfices fiscaux ([Hindle et Wenban, 1999](#)), mais de nombreux facteurs non-financiers ont un rôle majeur à jouer dans le rejet des marchés, comme les doutes concernant la capacité de gestion ([Feeney et al., 1999](#)).

Les capital-risqueurs et les bonnes fées des affaires qui financent des sociétés sont plus susceptibles de financer des sociétés à capacité d'autofinancement élevée ou des sociétés dotées de nouvelles technologies, qui peuvent déranger ou modifier le secteur d'un point de vue technologique ([Ramadani, 2009](#); [Wong et al., 2009](#)). Pour cela, ils nécessitent invariablement une présentation du plan d'affaires et s'entretiennent avec leurs clients. Cependant, d'après le capital-risqueur Vinod Khosla, pour des sociétés à technologie avancée dans un environnement en évolution rapide, les plans d'affaires et les projections financières ont une signification moindre ([Champion et Carr, 2000](#); [Silva, 2004](#)). La plupart des CR se concentrent sur la capacité de gestion de l'entrepreneur et son équipe, qui est le facteur crucial de réussite ([Hindle and Wenban, 1999](#); [Rock, 1987](#); [Tyebjee and Bruno, 1984](#)). La recherche indique que les CR se concentrent sur l'attractivité du marché et la différenciation du produit comme indicateurs de rentabilité élevée espérée, et sur la capacité de gestion et la résistance à la menace de l'environnement comme facteurs de réduction des risques ([Hindle et Wenban, 1999](#); [Tyebjee et Bruno, 1984](#)). Par expérience, ils sont conscients qu'au moins 38% de leurs investissements donneront des retours négatifs et par conséquent que le risqué est élevé, mais ils savent aussi que 27% de leurs cibles offriront des rendements de 5 fois ou plus, et donc, s'ils sont bien diversifiés, un rendement net élevé ([Metrick, 2007 pp. 125-127](#)).

Si la réussite du microcrédit à réduire la pauvreté est contestée ([Roodman et Morduch, 2009](#)) et que la celle de la micro-entreprise n'est pas évidente, peut-être que la micro-entreprise a besoin d'être tenue par la main par des micro-angels tout en bénéficiant de la protection contre les risques d'aggravation, accordée par la micro-prise de participation. En même temps, si les capital-risqueurs et les bonnes fées des affaires ont du succès, pourquoi n'investissent-ils pas dans des micro-entreprises ? Pourquoi n'y a-t-il pas de micro-angels ni de micro-prise de participation dans l'ensemble du monde en voie de développement ? Le peu de littérature existante sur les micro-angels et la micro-prise de participation confond en fait les deux termes. Notre examen de cette littérature indique que le terme de micro-angels est utilisé pour désigner des bonnes fées des affaires ([Maula et al., 2005](#)), et pas nécessairement des bonnes fées des affaires investissant de très petites sommes, comme mille à trois mille dollars, dans des micro-entreprises. De la même façon, la micro-prise de participation a été utilisée pour désigner des programmes fondés sur les subventions, comme le *Village Enterprise Fund* ou *Trickle Up* aux États-Unis ([Pretes, 2002](#)), et l'auteur appelle cela de la micro-prise de participation uniquement pour différencier ces subventions du microcrédit. Dans notre article, nous appelons les bonnes fées des affaires des micro-angels seulement si elles investissent des micro-sommes inférieures à quelques milliers de dollars. De la même façon, nous désignons ces investissements comme de la micro-prise de participation seulement si les détenteurs espèrent récupérer leur investissement avec une possibilité de gain social ou financier. En France, il existe en fait un mouvement de micro-prise de participation par des micro-angels, comme nous les avons définis. Le présent article identifie qui ils sont et comment ils sélectionnent leurs projets. Les micro-angels français que nous avons étudiés investissent par syndication dans des projets de micro-entreprises. Chaque angel n'investit que quelques centaines d'euros par an, mais ensemble ils sont capables de fournir pas moins de trois mille euros aux entreprises concernées. Ainsi, que nous les considérons du point de vue de l'angel ou de celui de l'entreprise, ce sont des micro-angels avec une micro-prise de participation.

## **Méthodologie de recherche**

*Contexte de recherche : le mouvement des CIGALES*

Les clubs utilisés par les micro-angels sont appelés CIGALES. CIGALES est l'acronyme de *Club d'Investisseurs pour une Gestion Alternative et Locale de l'Épargne Solidaire*<sup>2</sup>. Chaque club consiste en un groupe de 5 à 20 personnes qui mettent en commun une partie de leurs économies pour investir conjointement dans des sociétés. En raison de la forme juridique adoptée par les clubs d'investisseurs et du souhait que leurs investissements bénéficient de déductions fiscales, seules des sociétés (sociétés à responsabilité limitée, mais aussi coopératives, entreprises détenues par les salariés ou associations) ont le droit d'investir.

Le premier club fut fondé en 1983, le mouvement montant en puissance dans les premières années. Fin 1987, 136 clubs au total étaient en activité. Avec des hauts et des bas, le nombre de CIGALES se stabilisa à une moyenne de 110 clubs actifs entre 1985 et 1992. Les dix années qui suivirent, le nombre de clubs chuta à une moyenne annuelle de 94 (Nouvel, 2004). Dernièrement, ce nombre est passé à 136 en 2010, rassemblant un total de presque 1800 membres. Une étude réalisée en 2008 par l'*Institut du Management Associatif* affirmait que plus de 400 clubs ont été créés au cours des 25 années d'existence du mouvement<sup>3</sup>. Le développement de ce mouvement des CIGALES, ainsi que les goulets d'étranglement qui le limitèrent, ont été étudiés dans le détail par Ashta et al. (2012).

Chaque club est géré de manière indépendante par ses membres, selon ses propres règles. Toutefois, il existe des principes communs acceptés par tous les clubs existants, adhérant à une Fédération nationale. La toute dernière version de ces principes, approuvée en 2000, est intégrée à la "*Charte des Cigales*", traduite dans l'Encadré 1.

---

2

<sup>2</sup> La *cigale* est également – avec la fourmi – l'un des protagonistes de la fameuse fable d'Ésope, qui ne se distingue pas vraiment par sa capacité à épargner ! En fait, la version française de cette fable par Jean de la Fontaine a fait de la *cigale* l'exemple proverbial de l'imprévoyance. Il semble que le nom ait été choisi à dessein pour être provocateur, d'après P.-D. Russo, *Les CIGALES: notre épargne, levier pour entreprendre autrement*, 2007, Éditions Yves Michel : Gap, France.

3

<sup>3</sup> Les chiffres de 2010 sont publiés sur le site Internet de la Fédération nationale des CIGALES (<http://www.cigales.asso.fr>). Les chiffres de 2008, mentionnés dans l'étude, ont été fournis à titre privé aux auteurs par la Fédération nationale.

Légalement, les clubs sont constitués pour cinq ans, renouvelables pour un second cycle de cinq autres années. Au cours du premier cycle, les membres constituent leur fonds d'investissement, en plaçant en général entre 30 et 50 euros par mois<sup>4</sup> sur une période de cinq ans<sup>5</sup>. En principe, pendant cette période le club étudie des projets d'investissement, retient des projets qui conviennent – après avoir levé suffisamment de fonds pour cela –, puis accompagne les sociétés retenues. Cependant, puisque les investissements doivent être conservés pendant cinq ans pour bénéficier d'avantages fiscaux, il n'est pas rentable d'en sortir au cours des cinq premières années. Par conséquent, d'habitude le club est renouvelé pour un second cycle, au cours duquel les membres ne gèrent que leurs investissements existants, sans continuer à épargner. Le club sera dissous avec le retrait de leur dernier investissement. La gestion des actifs est effectuée de façon collégiale, d'après le principe "une personne, une voix", et les membres du club ne peuvent pas diviser le fonds sans dissoudre le club.

#### *Objectifs de recherche*

Notre premier objectif de recherche est d'appréhender le profil des personnes qui deviennent *Cigaliers*, et de le comparer à la recherche de Ramadani (2009) sur le profil des bonnes fées des affaires.

Notre second objectif de recherche est de comprendre comment ils choisissent leurs projets. Les bonnes fées des affaires et les capital-risqueurs peuvent utiliser des plans d'affaires. Cependant, les micro-entreprises sont si petites que ces derniers ont peu de signification. La question est alors de savoir comment les micro-angels décident des micro-entrepreneurs à financer. Étant donné que les micro-angels des CIGALES ont un double objectif de résultat, comme nous venons juste de le voir, comment cela influence-t-il les critères de sélection ?

#### *Collecte des données*

---

4

<sup>4</sup> Cf. *Guide Pratique à destination des futurs Cigaliers*, sur le site Internet de l'Association Régionale du Nord Pas-de-Calais (<http://www.cigales-npdc.org>).

5

<sup>5</sup> Les placements mensuels peuvent aller de 7,50 à 450 euros. En application de la réglementation fiscale française (Loi Monory), les sommes investies dans des entreprises bénéficient d'une déduction fiscale si l'investisseur conserve les fonds pendant cinq ans. Ainsi, la règle générale veut que tous les investissements réalisés par un club soient conservés pendant au moins cinq ans, quelle que soit l'entreprise concernée.

Notre approche méthodologique associe des données primaires et secondaires, émanant de sources diverses. Les informations relatives à la fois au mouvement et aux procédures générales des clubs ont été obtenues sur les sites Internet de la Fédération au niveau national, et de quelques associations régionales. De plus, puisque l'un des auteurs est responsable de l'Association Territoriale des CIGALES de Bourgogne, certains documents privés, utilisés en fait dans le processus de sélection et le soutien ultérieur des entreprises financées, ont aussi été mis à disposition et exploités. Son expérience et son intime connaissance du travail avec les CIGALES peuvent être considérées comme des données primaires. Cela fut ensuite suivi de 15 entretiens intensifs semi-structurés, pour appréhender le mouvement dans son ensemble.

Mais la base de la majeure partie de notre analyse pour cet article, ce sont les données collectées via une enquête en ligne, conduite par les auteurs en mars 2012. Par l'intermédiaire de la Fédération Nationale des CIGALES, ainsi que des Associations Régionales et Territoriales (le cas échéant), les membres de toutes les CIGALES enregistrées furent invités par e-mail à compléter le questionnaire. Il n'y a aucun parti pris dans cette méthodologie de collecte des données car l'e-mail était utilisé fréquemment pour communiquer au sein du mouvement. Nos données montrent que des micro-angels de toute la France ont répondu au questionnaire, renforçant notre sentiment que la méthode utilisée pour transmettre le questionnaire semble correcte. Il faut remarquer que beaucoup d'études dans le secteur des bonnes fées des affaires utilisent l'échantillonnage à l'aveuglette via des contacts, pour effectuer leur recherche ([Feeney et al., 1999](#); [Hindle et Wenban, 1999](#)). Comparée à ce parti pris accepté dans ce domaine de recherche, notre étude est peut-être relativement plus précise.

Le questionnaire a été conçu par les auteurs, en prenant en compte à la fois la littérature ci-dessus sur les capital-risqueurs et les bonnes fées des affaires, et les documents annexes susmentionnés. Donc, des questions relatives au double objectif de résultat des clubs furent posées, pour permettre d'établir des objectifs commerciaux et sociaux. Pour comprendre le processus de sélection, un premier groupe de 15 questions concernait les caractéristiques du projet, et un second groupe de 12, celles des entrepreneurs. Chacun utilisait une échelle symétrique de Likert à 5 choix, pour mesurer le degré d'importance accordé à chaque caractéristique par la personne interrogée : "de la plus haute importance", "très important", "assez

important", "de peu d'importance", "sans ou très peu d'importance". En outre, un troisième groupe de 12 questions diverses oui / non, relatives à la sélection des projets, fut utilisé pour une vérification croisée.

Une fois éliminés les doublons utilisant la même adresse IP avec le même profil personnel sur le premier écran, l'échantillon final exploitable regroupe les réponses de 273 *Cigaliers*, 87,5% (c'est-à-dire 239) ayant répondu à l'ensemble des questions, les autres passant certaines d'entre elles. Prenant en compte la portée de notre recherche (population estimée de 1800 micro-angels), l'échantillon est statistiquement significatif, avec une marge d'erreur de 5,5%, vu l'indétermination maximale ( $p=q=0,5$ ) et un niveau de confiance de 95%.

## Résultats de recherche

Dans cette section, nous communiquons nos résultats relatifs au profil des micro-angels et à leurs critères de sélection. Nous reparlerons de ces derniers plus avant à la section suivante.

### *Principales caractéristiques des Cigaliers*

Le Tableau 1 décrit l'échantillon en termes de genre (*a*), de niveau d'éducation formelle (*b*), de profession (notamment l'ancienne profession pour les retraités) (*c*), de patrimoine personnel (*e*) et de pourcentage de fortune personnelle investi en prises de participation (*f*). Remarquez que le nombre absolu de réponses aux deux dernières questions est inférieur à celui des quatre premières. Dans le questionnaire, ces deux dernières étaient signalées comme non-obligatoires, pour permettre aux personnes interrogées de les passer. Ainsi, on évite tout inconfort de la part des personnes interrogées, car ce point était considéré comme une question sensible dans le contexte culturel français.

|  | N   | %      |  | N   | %      |   | N   | %      |
|--|-----|--------|--|-----|--------|---|-----|--------|
| <i>(a) Genre</i>                       |     |        | <i>(c) Profession</i>                    |     |        | <i>(e) Patrimoine personnel</i>         |     |        |
| Homme                                  | 99  | 36,26% | Employé(e) salarié(e)                    | 33  | 12,09% | Inférieure à 50000 €                    | 56  | 26,29% |
| Femme                                  | 174 | 63,74% | Cadre moyen                              | 65  | 23,81% | 50000 à 100000 €                        | 43  | 20,19% |
|  |     |        | Cadre supérieur(e) / profession libérale | 139 | 50,92% | 100000 à 1000000 €                      | 105 | 49,30% |
| <i>(b) Niveau d'éducation formelle</i> |     |        | PDG                                      | 25  | 9,16%  | Supérieure à 1000000 €                  | 7   | 3,29%  |
| École primaire                         | 0   | --     | Exploitant(e) agricole                   | 3   | 1,10%  | <i>(f) % investis en participations</i> |     |        |
| École secondaire                       | 9   | 3,30%  | Artisan / commerçant(e)                  | 3   | 1,10%  | moins de 5 %                            | 190 | 89,20% |
| École professionnelle                  | 9   | 3,30%  | Autres (pas d'activité professionnelle)  | 5   | 1,83%  |   |     |        |

|                               |     |        |                            |     |        |              |    |       |
|-------------------------------|-----|--------|----------------------------|-----|--------|--------------|----|-------|
| DEUG (BAC + 2)                | 41  | 15,02% |                            |     |        | 5 % à 10 %   | 10 | 4,69% |
| Licence (3 ans)               | 43  | 15,75% | (d) Statut réel d'activité |     |        | 10 % à 20 %  | 4  | 1,88% |
| Diplôme universitaire (5 ans) | 151 | 55,31% | Actif (active)             | 197 | 72,16% | 20 % - 30 %  | 2  | 0,94% |
| Diplôme universitaire (8 ans) | 20  | 7,33%  | Retraité(e)                | 76  | 27,84% | plus de 30 % | 7  | 3,29% |

Tableau 1 : Répartition des personnes interrogées en termes de caractéristiques personnelles distinctives

Le Tableau 1 montre qu'un peu plus d'un tiers des micro-angels sont des femmes, contre presque deux-tiers d'hommes. Concernant les autres caractéristiques, le portrait statistique d'un *Cigalier* serait celui d'une personne titulaire d'un diplôme universitaire (vrai dans 78,4% de l'échantillon), travaillant dans la plupart des cas (72%) en profession libérale, des cadres supérieurs ou moyens (74,8% sur les deux groupes), et disposant d'un patrimoine personnel de plus de 100000 euros (53,5%), avec moins de 5% investis en prises de participation (89,2%).

Nos chiffres montrent (voir Figure 1) que les micro-angels affichent une large tranche démographique en termes d'âge (de 21 à 80, avec une moyenne s'établissant à 49,7). L'ancienneté au sein du mouvement des CIGALES (allant de 1 à 28 années) est également bien dispersée, même si la distribution est biaisée par des membres moins expérimentés : en fait, un groupe considérable de personnes interrogées (79,1%) est toujours dans son premier club, qui lui-même est dans son premier cycle de vie. Ces personnes sont membres depuis moins de 5 ans. 12,1% sont membres depuis 6 à 10 ans. Sur ces 12,1%, Presque 40% des personnes interrogées mentionnent qu'ils appartiennent à plusieurs clubs, à savoir, à un qui collecte véritablement les fonds d'investissement, et à un autre qui se trouve dans son second cycle, gérant uniquement des investissements (antérieurs).

Seuls 37,4 % déclarent que leur profession est/était, d'une manière ou d'une autre, liée au business ou à la gestion. Toutefois, sur la moitié de l'échantillon étudié (50,5 %), nous obtenons une réponse positive à la question de savoir s'ils se sentent capables d'analyser un plan d'affaires. Néanmoins, 75,8 % déclarent avoir été impliqués dans l'analyse de plans d'affaires, à fins d'investissement.

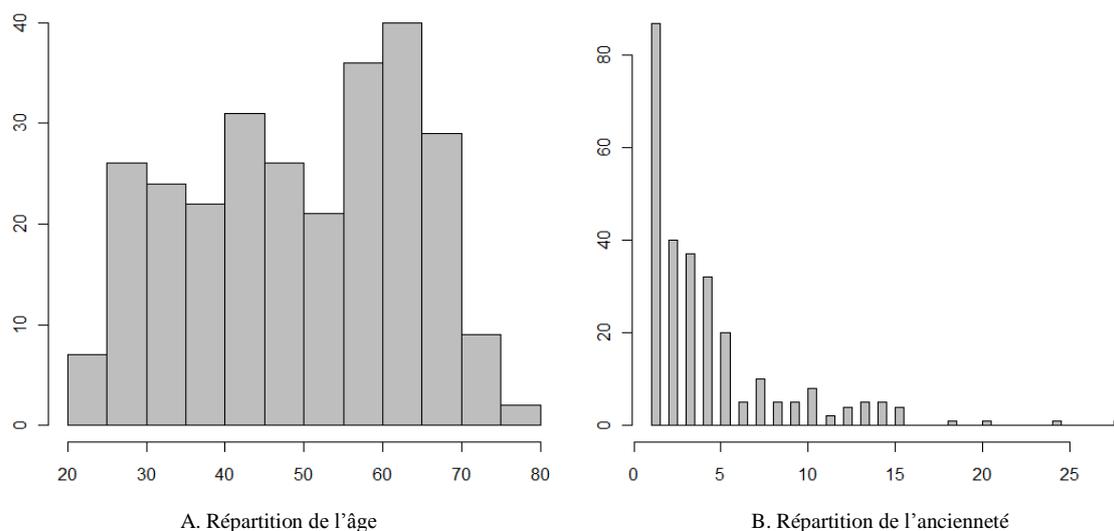


Figure 1 : Histogrammes d'âge et d'ancienneté dans l'échantillon des CIGALES

Le dernier élément pris en compte dans cette sous-section concerne la somme des montants individuels citée par les personnes interrogées. Le Tableau 2 donne des chiffres détaillés sur les réponses à cette question en particulier. Bien que nous ayons certains doutes sur la façon dont la question a été interprétée, et nous devons essayer de "nettoyer" les chiffres sur cette question plus tard<sup>6</sup>, l'importance de cette question pour le secteur de la microfinance, et la difficulté à recueillir des données dans ce domaine, nous ont fait décider de partager ces résultats, tout en indiquant une note de bas de page de précaution. Au total, 17 réponses (6,2 %) ne furent pas prises en compte.

La seule erreur possible non-traitée concerne les personnes ayant plus de 15 ans d'ancienneté, ce qui explique pourquoi l'investissement diminue. Pour expliquer cela, veuillez noter que certains membres seniors ayant fait partie de plusieurs clubs ont pu ne mentionner que la somme investie dans leur club actuel. Bien sûr, il est également possible qu'il s'agissait de petits investisseurs et que nos résultats sont tout à fait exacts. Dans l'ensemble, la moyenne des investissements individuels réalisés par des membres

6

<sup>6</sup> La question était : « Quelle somme avez-vous investie, à ce jour, dans votre club (en euros, sans décimales) » ? Par exemple il y a un minimum de 7,50 euros par mois. Ainsi, le chiffre zéro ne devrait pas être possible. Mais nous avons trouvé un certain nombre de zéros, ce qui pourrait être vrai si la personne était devenue membre sans contribuer le premier mois. Mais nous avons exclu tous les zéros. Deuxième exemple : après cinq ans, le minimum devrait être de  $7,50 \times 60 = 450$  euros. Donc, si quelqu'un a répondu qu'il est membre depuis plus de cinq ans mais en ayant investi moins de 450 euros, nous l'avons exclu(e). Troisièmement, le maximum ne peut pas être supérieur à 450 euros par mois ou  $450 \times 12 = 5400$  euros sur une année. Donc, par exemple, si quelqu'un a mentionné être membre depuis un an et que son investissement est supérieur à 5400 euros, nous l'avons exclu(e).

ayant une ancienneté de 5 années est presque de 3500 €, ce qui représente un investissement mensuel de 58 €, ce qui donne une bonne indication de la valeur de cette variable au sein de l'échantillon. Comme nous pouvons le voir, cela reste dans le champ de la micro-prise de participation.

|  | N   | Plage       | Moyenne | Écart-type |
|--|-----|-------------|---------|------------|
| Investissement individuel  | 256 |             | 1917,73 | 3200,00    |
| <i>Investissement de membres ayant moins d'un an d'ancienneté</i>  | 87  | 30 - 5000   | 911,42  | 1229,21    |
| <i>Investissement de membres ayant 1 à 2 an(s) d'ancienneté</i>    | 40  | 140 - 9000  | 1219,47 | 1896,81    |
| <i>Investissement de membres ayant 2 à 3 ans d'ancienneté</i>      | 37  | 360 - 13000 | 1622,43 | 2198,57    |
| <i>Investissement de membres ayant 3 à 4 ans d'ancienneté</i>      | 32  | 400 - 14000 | 2064,84 | 2876,97    |
| <i>Investissement de membres ayant 4 à 5 ans d'ancienneté</i>      | 20  | 550 - 20000 | 3477,65 | 5146,84    |
| <i>Investissement de membres ayant 6 à 10 ans d'ancienneté</i>     | 33  | 500 - 25000 | 3863,33 | 5275,65    |
| <i>Investissement de membres ayant 11 à 15 ans d'ancienneté</i>    | 20  | 600 - 20500 | 3559,17 | 4814,66    |
| <i>Investissement de membres ayant plus de 15 ans d'ancienneté</i> | 4   | 1000 - 2750 | 1912,50 | 804,54     |

Tableau 2 : Ventilation des investissements réalisés par les personnes interrogées, en fonction de leur ancienneté

En outre, la plupart des micro-angels sont des investisseurs sociaux qui aimeraient récupérer leur argent ou du moins assez pour couvrir l'inflation. En réalité, 49,3 % ne tiennent pas forcément à toucher des intérêts, du moment qu'ils récupèrent leur capital. 16 % ne s'attendent même pas à récupérer leur investissement. Le Tableau 3 ci-dessous présente la répartition des retours financiers attendus sur investissement.

| Retour sur investissement espéré    | N   | %     |
|-------------------------------------|-----|-------|
| pas d'espoirs (de récupération)     | 35  | 16,4% |
| récupérer le capital, sans plus     | 105 | 49,3% |
| récupérer le capital plus 2 %       | 29  | 13,6% |
| récupérer le capital plus 3 à 5 %   | 28  | 13,1% |
| récupérer le capital plus 6 à 10 %  | 13  | 6,1%  |
| récupérer le capital plus 10 à 20 % | 1   | 0,5%  |
| récupérer plus de 30 %              | 2   | 0,9%  |

Tableau 3 : Retour sur investissement espéré par les micro-angels

Ce manque de désir de retour financier sur leur investissement est bien illustré dans les termes de l'un des entretiens semi-structurés, indiquant que cette femme était intéressée par la survie de la micro-entreprise :

*« Je crois au partage des richesses. Le retour financier n'est pas mon objectif premier ; c'est la rentabilité financière de l'entreprise qui est mon objectif premier ». (Entretien n°10)*

### Processus de sélection

Les réponses apportées au premier groupe de 15 questions relatives au processus de sélection sont données au Tableau 4, et classées par ordre décroissant d'importance. Ce tableau montre clairement l'importance attachée par les micro-angels aux questions sociales et environnementales. En fait, parmi les six aspects les mieux notés par les personnes interrogées, seuls deux concernent les mesures habituelles de performance commerciale du projet, alors que les quatre autres sont liés à ses performances en termes d'impact social et environnemental. Ces critères non-économiques incluent "des aspects sociaux et solidaires", un "impact environnemental", un "impact social" et un "potentiel à contribuer au développement local". Tandis que la viabilité économique est le second critère le plus important, il est aussi important de remarquer que c'est le seul que personne n'ait noté "de peu ou pas d'importance" (d'où le fait que la plage démarre à 2). L'autre critère économique de ce top six est l'existence d'un "bon marché potentiel pour le produit/service proposé".

| Aspects liés au projet   | Plage | Moyenne | Écart-type | Noté 5 à | Noté 0 à |
|--|-------|---------|------------|----------|----------|
| Aspects sociaux et solidaires  | 1 - 5 | 4.31    | 0,91372    | 54,39%   | 0,84%    |
| Viabilité économique   | 2 - 5 | 4.25    | 0,77361    | 43,93%   | 0,00%    |
| Impact environnemental   | 1 - 5 | 3.80    | 1,04993    | 29,29%   | 3,77%    |
| Impact social  | 1 - 5 | 3.79    | 1,03330    | 28,87%   | 2,93%    |
| Potentiel de contribution au développement local                                 | 1 - 5 | 3.68    | 1,08115    | 24,69%   | 3,77%    |
| Bon marché potentiel pour le produit / service proposé                           | 1 - 5 | 3.60    | 0,93808    | 15,90%   | 2,09%    |
| Ressources financières disponibles (autres que l'investissement par les CIGALES) | 1 - 5 | 3.18    | 0,91959    | 5,86%    | 3,77%    |
| Prise de participation du fondateur  | 1 - 5 | 2.97    | 1,04087    | 6,69%    | 8,79%    |
| Nombres d'emplois créés  | 1 - 5 | 2.91    | 1,00414    | 6,28%    | 7,11%    |
| Situé près du club   | 1 - 5 | 2.81    | 1,22500    | 8,37%    | 17,99%   |
| Forme juridique de l'entreprise  | 1 - 5 | 2.60    | 1,21862    | 7,53%    | 22,18%   |
| Secteur à forte croissance (actuellement / dans les années à venir)              | 1 - 5 | 2.50    | 0,99103    | 2,09%    | 16,32%   |
| Projet en phase de démarrage   | 1 - 5 | 2.39    | 1,15375    | 3,77%    | 25,94%   |
| Situé dans une zone défavorisée  | 1 - 5 | 2.26    | 1,00718    | 2,51%    | 24,69%   |
| Techniquement novateur   | 1 - 5 | 2.16    | 0,97437    | 1,26%    | 28,87%   |

Tableau 4 : Importance donnée à plusieurs critères de sélection concernant le projet, par les micro-angels

(1 représente le moins important, et 5, le plus important).

Le potentiel de bonnes performances financières est néanmoins lui aussi pris en considération par les membres des CIGALES, puisque les septième et huitième critères les plus importants ont trait aux questions commerciales de la "disponibilité de ressources financières autres que le club d'investisseurs" et

la "prise de participation du fondateur", toutes deux tournant autour de 3 (c'est-à-dire, assez important). Nous pourrions aussi considérer le neuvième critère (le nombre d'emplois créés) comme une procuration pour le potentiel de croissance de la micro-entreprise. Au contraire, dans les dernières positions du classement, on trouve deux aspects généralement considérés comme pertinents par les bonnes fées des affaires : "projet en phase de démarrage" and "techniquement novateur".

Les réponses au second groupe de 12 questions, reportées sur le Tableau 5, concernant diverses caractéristiques relatives aux entrepreneurs proposant les projets, montrent que le profil entrepreneurial type est recherché par des micro-angels, bien que des motivations sociales et solidaires figurent dans le top trois. En fait, le résultat le plus surprenant se trouverait dans le bas du tableau, à savoir les caractéristiques qui ne sont pas considérées comme importantes : le niveau d'éducation formelle de l'entrepreneur et l'expérience antérieure.

| Aspects liés à l'entrepreneur                                   | Plage | Moyenne | Écart-type | Noté 5 à | Noté 0 à |
|---|-------|---------|------------|----------|----------|
| Motivation entrepreneuriale                                     | 1 - 5 | 4.33    | 0,8806     | 53,56%   | 1,26%    |
| Niveau de compréhension montré par l'équipe proposant le projet | 1 - 5 | 4.03    | 0,9611     | 38,49%   | 1,67%    |
| Motivations sociales et solidaires                              | 1 - 5 | 3.92    | 0,9356     | 29,71%   | 1,26%    |
| Connaissance des technologies associées au produit / service    | 1 - 5 | 3.72    | 0,8903     | 17,57%   | 1,67%    |
| Personnalité / caractère dans son ensemble                      | 1 - 5 | 3.67    | 1,1833     | 29,71%   | 5,02%    |
| Connaissance de l'environnement commercial (concurrence, etc.)  | 1 - 5 | 3.62    | 0,8253     | 12,13%   | 1,26%    |
| Compétences entrepreneuriales – gestion et comptabilité         | 1 - 5 | 3.44    | 0,8519     | 9,21%    | 1,26%    |
| Conscience de l'environnement (acteurs locaux)                  | 1 - 5 | 3.34    | 1,0409     | 11,72%   | 5,44%    |
| Compétences entrepreneuriales – marketing                       | 1 - 5 | 2.95    | 0,8607     | 2,09%    | 4,60%    |
| Expérience antérieure   | 1 - 5 | 2.69    | 0,9819     | 2,93%    | 10,46%   |
| Condition sociale des entrepreneurs                             | 1 - 5 | 2.22    | 1,1315     | 3,35%    | 32,64%   |
| Niveau d'éducation formelle                                     | 1 - 5 | 2.09    | 0,9374     | 0,42%    | 30,96%   |

*Tableau 5: Importance accordés par les micro-angels à différents critères de sélection relatifs à l'entrepreneur*

*(1 étant moins important et 5, très important).*

Les réponses au troisième groupe de 12 questions figurent au Tableau 6, qui nous permet de constater quels aspects (le projet ou l'entrepreneur, ou encore les micro-angels eux-mêmes) sont plus importants. Par exemple, le facteur le plus important est le "micro-angel" : les Cigaliers aimeraient que leurs avis soient appréciés ! Autre point intéressant qui est reconfirmé : si l'innovation et la détention de brevets ne sont pas importantes, l'innovation sociale est considérée comme importante. Cette quête de l'innovation

sociale ne concerne pas seulement les entrepreneurs mais aussi le mouvement des CIGALES, comme l'a exprimé l'une des personnes interrogées lors de nos entretiens semi-structurés :

*« Je pense que nous devons essayer de répondre sans cesse aux nouveaux besoins et d'être dans l'innovation ». (Entretien n°11)*

Là encore, nous voyons que les aspects commerciaux ne sont pas très bien placés (au 4<sup>ème</sup> rang), mais la différence entre 75,3 % et 76.6 % est assez faible.

| Considérations diverses (réponses oui / non)   | % répondant "Oui" |
|--|-------------------|
| L'avis / le soutien non-économique donné par le Club sera apprécié                           | 82,0%             |
| Entreprises liées à l'innovation sociale   | 76,6%             |
| L'inclusion sociale / économique du (des) entrepreneur(s) est le principal intérêt du projet | 75,7%             |
| Existence d'un plan d'affaires exhaustif   | 75,3%             |
| L'entreprise fait / fera partie intégrante de l'économie sociale                             | 70,7%             |
| Le retour économique sur investissement semble assuré  | 66,1%             |
| Garantie d'autres sources de financement   | 59,4%             |
| Il y a quelqu'un dans le Club qui dispose d'une expérience antérieure dans ce secteur        | 27,6%             |
| L'investissement vise à l'expansion / la consolidation d'une entreprise déjà existante       | 15,5%             |
| Entreprises liées à la haute technologie   | 10,0%             |
| L'entrepreneur a un brevet   | 9,6%              |
| L'entrepreneur a un niveau élevé d'éducation formelle  | 8,4%              |

*Tableau 6 : Importance accordée par les micro-angels à différents critères de sélection relatifs au projet et au micro-entrepreneur (réponses Oui/Non).*

## **Débat**

Nos résultats sur les micro-angels peuvent désormais être confrontés à ce que nous connaissons déjà à propos des capital-risqueurs et des bonnes fées des affaires. Il est difficile de réellement comparer les trois car les capital-risqueurs sont des fonds, souvent avec des investisseurs anonymes derrière et nous n'avons pas pu trouver leurs profils aisément. En conséquence, le Tableau 7 des profils présente plutôt des informations plus détaillées sur les bonnes fées des affaires et les micro-angels.

Nous pouvons voir que les micro-angels ne sont pas aussi riches ou financièrement prospères, et qu'ils investissent donc des sommes moins importantes (seulement 3500 euros sur une période de cinq ans, en moyenne). Mais le fait de pouvoir investir de petits montants permet à un groupe beaucoup plus éparpillé de

professionnels comme des cadres supérieurs et moyens, et même quelques artisans, d’investir en tant qu’angels. Deuxièmement, ces profils sociaux regroupent beaucoup plus de femmes car ces dernières sont présentes dans la main-d’œuvre mais pourtant pas bien représentées au sommet de la hiérarchie dans les entreprises, d’où surgissent les bonnes fées des affaires. Du fait de leurs investissements moindres, pour les rendre significatifs les angels sont obligés de se regrouper dans des clubs de 13 angels en moyenne, alors que les bonnes fées des affaires peuvent fonctionner seules ou dans des petits syndicats d’environ 6 à 8 angels. Elles investissent une part beaucoup moins importante de leur patrimoine en prises de participation, peut-être parce que les maisons et autres actifs représentent un plus gros pourcentage, laissant un pourcentage plus faible disponible pour les prises de participation.

Pour la sélection des projets également, nous pouvons établir la même comparaison entre les trois catégories, comme le montre le Tableau 8. La première chose à remarquer est qu’au lieu de rechercher des technologies ou des marchés, les micro-angels des CIGALES sont intéressés par de petits projets soucieux de l’aspect social et environnemental. Nous pouvons aussi élaborer, sur la base de nos résultats figurant aux Tableaux 4 et 5, que l’entrepreneur recherché est un entrepreneur normal, similaire à celui que recherchent les bonnes fées des affaires en général mais, pour les micro-angels, le projet doit avoir un caractère social.

|  | Capital-risqueurs  | Bonnes fées des affaires  | Cigales (micro-angels)                                  |
|--|--|---|---|
| <b>Profil</b>                                    | Investisseurs à haute valeur nette / soutenus par des cadres supérieurs / spécialistes | Ex-entrepreneurs, particuliers à haute valeur nette                 | Cadres supérieurs, professions libérales, cadres moyens |
| <b>Recherche</b>                                 | Retours financiers   | Excitation, retours financiers                                      | Viabilité sociétale, solidaire et économique            |
| <b>Genre</b>                                     |  | 90 à 95% d’hommes   | 65% d’hommes – 35% de femmes                            |
| <b>Formation</b>                                 |  | Diplôme universitaire (75%) et / ou qualifications professionnelles | Diplôme universitaire (78%)                             |
| <b>Syndication</b>                               | Le fonds de CR peut avoir de nombreux investisseurs                                    | Seule ou avec d’autres bonnes fées des affaires (en général, 6 à 8) | Club de 5 à 20 Cigaliers                                |
| <b>Patrimoine personnel</b>                      |  | Valeur nette 2 millions USD ; minimum 1 million USD                 | 100000 à 1 million €                                    |
| <b>Investissement en prises de participation</b> |  | 10 à 14% en moyenne   | moins de 5% (90% des réponses)                          |
| <b>Montant-type d’investissement</b>             | 2 à 5 millions USD   | 20000 à 1 million USD   | environ 3500 € sur 5 ans                                |

Sur la base d’un examen de la littérature relative aux CR et aux bonnes fées des affaires, et de notre recherche sur les micro-angels

Tableau 7 : Comparaison de profils de CR, bonnes fées des affaires et micro-angels

|                                  | Capital-risqueurs                 | Bonnes fées des affaires                    | Cigales (micro-angels)  |
|----------------------------------|-----------------------------------|---|---|
| Marché                           | Spécialisé par stade et secteur   | Marchés familiaux avec technologies connues | Préférence pour des projets à caractère social ou environnemental |
| Plans d'affaires                 | Requis                            | Requis                                      | 75% les regardent   |
| Stade de l'investissement        | Stade avancé                      | Démarrage, stade précoce                    | Pas important   |
| Technologies                     | Nouvelles                         | Connues, familières à la bonne fée          | Entreprise liée à l'innovation sociale                            |
| Capacité d'autofinancement       | Élevée                            | Élevée                                      | Pas importante  |
| Situation géographique           | Proche des pôles entrepreneuriaux | Proche de la maison (1 jour de voyage)      | Proche de la maison (dans un rayon de 50 km)                      |
| Capital financier investi        | Moyennement - beaucoup            | Peu - moyennement                           | Micro   |
| Retour sur investissement espéré | Moyenne de 25 à 30% par an        | 20% par an, 100% à la sortie                | Aucun   |
| Horizon                          | 3 – 5 ans                         | 5 – 7 ans (capitaux patients)               | 5 ans renouvelables jusqu'à 5 + 5 = 10 (deux cycles)              |

Sur la base d'un examen de la littérature relative aux CR et aux bonnes fées des affaires, et de notre recherche sur les micro-angels

Tableau 8 : Comparaison de critères de sélection de CR, bonnes fées des affaires et micro-angels

Cette attente d'un retour social est également cohérente avec le fait de ne pas souhaiter de retour financier sur investissement. Cela peut aussi expliquer plus en détail un élément du Tableau 7 : puisqu'ils ne s'attendent pas vraiment à des rendements élevés, ils ne distribuent qu'une part très insignifiante de leur patrimoine personnel (0 à 5%).

Voici les propos de l'une des personnes interrogées lors de nos entretiens semi-structurés :

*« Les CIGALES ont prouvé que le retour sur investissement n'est pas seulement financier. (...) Même si le capital n'est pas récupéré, même si l'entreprise échoue, la plupart du temps elle aura permis à des personnes se trouvant dans des situations difficiles de retrouver une dynamique. Après, elles se trouveront peut-être un travail salarié ou lanceront une affaire ».* (Ent. N°13)

L'orientation sociale des Cigaliers se manifeste aussi dans le type d'entrepreneur qu'ils recherchent si nous examinons, *a contrario*, ce qu'ils n'éliminent pas : en fait, ils n'attachent pas d'importance au niveau d'éducation formelle de l'entrepreneur, ni à son expérience antérieure. Ainsi, ils donnent une chance à la couche inférieure de la société.

Le fait qu'ils ne veuillent pas voyager loin pour suivre ou former leur entrepreneur est en accord avec la petite échelle et les faibles retours financiers du projet. Mais cela fait aussi partie intégrante de leur philosophie fondée sur le travail local, qui est exprimée dans la Charte.

## **Pour finir**

Dans le cadre de notre étude, nous avons examiné les caractéristiques de clubs de micro-angels ayant un double objectif de résultat, puis mis en avant à la fois les similitudes et les différences de comportement avec les bonnes fées des affaires et les capital-risqueurs.

Nos résultats suggèrent qu'au lieu de rechercher des technologies ou des marchés, les micro-angels des CIGALES sont intéressés par de petits projets soucieux de l'aspect social et environnemental. Bien que la viabilité économique de l'entreprise soit importante à leurs yeux et que l'entrepreneur recherché soit un entrepreneur normal, similaire à celui recherché par les bonnes fées des affaires en général, l'orientation sociale des *Cigaliers* apparaît aussi dans les caractéristiques auxquelles ils n'attachent pas d'importance, comme l'expérience antérieure de l'entrepreneur. Ainsi, ils donnent une chance à la couche inférieure de la société. Ce mouvement existe car ils essaient de trouver une signification sociale à l'argent :

*« Quel est le but de l'argent ? A-t-il le but individuel de capitaliser et transférer sa richesse à ses enfants ? Est-ce là le seul intérêt ? Ou alors, l'argent est-il un outil de transit, de transfert ou d'échange entre les individus » ? (Entretien n° 13)*

Nous devons mentionner ici que l'existence des clubs de CIGALES clubs ne dépend pas uniquement du partage de cette philosophie, mais aussi d'une législation française très particulière, visant d'autres desseins mais utilisée de façon commode par le mouvement des CIGALES, pour servir ses propres objectifs. Cet aspect légal est important si l'on envisage de renouveler l'expérience dans d'autres pays. Des recherches plus approfondies sont nécessaires pour voir si des clubs similaires de micro-angels peuvent en fait être établis autre part dans le monde.

L'autre élément à prendre en considération concerne le recours possible aux TIC dans ce domaine. Nous savons très bien que l'Internet permet de faire de petits investissements dans des pays éloignés. Les initiatives de microcrédit en ligne sont la preuve qu'il est possible de le faire, à la fois dans un but commercial et non-commercial. Néanmoins, les micro-angels ne sont pas là uniquement pour investir mais aussi pour aider les micro-entrepreneurs à développer leur entreprise. Que cette aide puisse également se faire à l'aide des TIC, et pas seulement à l'échelle locale comme les *Cigaliers* le proposent actuellement, pourrait faire l'objet d'une autre étude.

## References

### References

- Ashta A, Estapé-Dubreuil G, Hedou J-P, Bourcieu S. 2012. Social Innovation Lessons from Microangels? An Institutional Entrepreneurship Case Study of the CIGALES Movement in France. . Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2031732>.
- Champion D, Carr NG. 2000. Starting Up in High Gear. *Harvard Business Review* 78:92-100.
- Colombo MG, Grilli L. 2009. A capital partnership: how human and venture capital affect the growth of high-tech start-ups. *Strategic Change* 18(7/8):231-239.
- Cumming D. 2006. Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital. *Entrepreneurship: Theory & Practice* 30(2):155-183.
- Feeney L, Haines Jr GH, Riding AL. 1999. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital* 1(2):121-145.
- Hindle K, Wenban R. 1999. Australia's informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital* 1(2):169-186.
- Jungwirth C, Moog P. 2004. Selection and support strategies in venture capital financing: high-tech or low-tech, hands-off or hands-on? *Venture Capital* 6(2/3):105-123.
- Maula M, Autio E, Arenius P. 2005. What Drives Micro-Angel Investments? *Small Business Economics* 25(5):459-475.
- Metrick A. 2007. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons: Hoboken, NJ.
- Nouvel D. 2004. Eléments statistiques concernant les clubs d'investissement solidaires "Cigales" et les entreprises "cigalées". . Unpublished paper. Université du Mans.
- Pretes M. 2002. Microequity and Microfinance. *World Development* 30(8):1341-1352.
- Ramadani V. 2009. Business angels: who they really are. *Strategic Change* 18(7/8):249-258.
- Rock A. 1987. Strategy vs. tactics from a venture capitalist. *Harvard Business Review* 65(6):63-67.
- Roodman D, Morduch J. 2009. The Impact of Microcredit on the Poor in Bangladesh: Revisiting the Evidence. In *CGD Working Paper* . Center for Global Development: Washington, D.C.
- Russo PD. 2007. *Les CIGALES: notre épargne, levier pour entreprendre autrement*. Éditions Yves Michel: Gap:France.

Silva J. 2004. Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture Capital* 6:125-145.

Sohl JE. 1999. The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital* 1(2):101-120.

Taupin M-T, Glemain P. 2006. Les Cigales: Quelle inscription dans l'économie sociale et solidaire. Chapitre d'un rapport intermédiaire pour la délégation interministérielle à la cohésion sociale (ex-DIES). 59 pages.

Tyebjee TT, Bruno AV. 1984. A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science* 30(9):1051-1066.

Wong A, Bhatia M, Freeman Z. 2009. Angel finance: the other venture capital. *Strategic Change* 18(7/8):221-230.

Zider B. 1998. How Venture Capital Works. *Harvard Business Review* 76(6):131-139.