



HAL
open science

**ANALYSE EXPLORATOIRE DE LA
REPRÉSENTATION DU MARCHÉ DE L'EQUITY
CROWDFUNDING PAR LES INVESTISSEURS
PARTICULIERS EXPLORATORY ANALYSIS OF
THE PERCEPTION OF INDIVIDUAL INVESTORS
OF THE EQUITY CROWDFUNDING MARKET**

Joseph Denis Njayou Oyong

► **To cite this version:**

Joseph Denis Njayou Oyong. ANALYSE EXPLORATOIRE DE LA REPRÉSENTATION DU MARCHÉ DE L'EQUITY CROWDFUNDING PAR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS EXPLORATORY ANALYSIS OF THE PERCEPTION OF INDIVIDUAL INVESTORS OF THE EQUITY CROWDFUNDING MARKET. Digital, Innovation, Entrepreneurship & Financing, Jun 2022, Lyon, France. hal-03777041

HAL Id: hal-03777041

<https://hal.science/hal-03777041>

Submitted on 14 Sep 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.

DIF 2021 Digital, Innovation, Entrepreneurship & Financing

June 28-30, 2021, Lyon, France

**ANALYSE EXPLORATOIRE DE LA REPRÉSENTATION DU
MARCHÉ DE L'EQUITY CROWDFUNDING PAR LES
INVESTISSEURS PARTICULIERS**

**EXPLORATORY ANALYSIS OF THE PERCEPTION OF INDIVIDUAL
INVESTORS OF THE EQUITY CROWDFUNDING MARKET**

Author

Name: NJAYOU OYONG JOSEPH DENIS

Affiliation : Faculté de Droit Économie Gestion, IAE Orléans, Laboratoire Vallorem
– EA 6296

Email : joseph-njayou@univ-orleans.fr

ABSTRACT

Objectifs : cet article de recherche vise à mettre en évidence les représentations qu'ont les investisseurs particuliers du marché de l'Equity Crowdfunding.

Méthodologie : Par une démarche exploratoire, nous avons mené 17 entretiens semi-directifs auprès d'investisseurs ayant participé à des campagnes de financement en ECF. Les données sont exploitées sur logiciel NVIVO 11 en utilisant des grilles d'analyse thématiques.

Résultats : Nous montrons que les investisseurs particuliers se représentent le marché de l'ECF comme étant positif et utile au regard des projets qui s'y financent. Plusieurs raisons soutiennent les risques financiers pris par les investisseurs particuliers notamment l'accoutumance aux risques financiers, la prise en considération des difficultés des entrepreneurs, et le partage des risques avec les entrepreneurs et les plateformes. Enfin, il existe une relation d'influence et de confiance entre les plateformes d'ECF et les investisseurs particuliers qui poussent ces derniers à un comportement de suivisme.

Implications pratiques : Nous notons que les décisions d'investissement des particuliers sont soutenues par facteurs subjectifs, des affinités personnelles et des erreurs cognitives qui sont de nature à biaiser leurs décisions d'investissement.

Originalité : Notre recherche apporte une représentation post investissement du marché de l'ECF, en soulignant le ressenti et l'intérêt que portent les investisseurs particuliers pour ce mode de financement.

Keywords: *Equity crowdfunding (ECF) ; Crowdfunding (CF) ; Crowdfunders, retail investors.*

Introduction

Le financement participatif par capital ou *Equity crowdfunding* (ECF) est : « une méthode de financement par laquelle un entrepreneur vend des actions ou des parts assimilables à des actions d'une entreprise à un groupe de (petits) investisseurs par le biais d'un appel ouvert à financement sur des plateformes internet » (Ahlers et *al.*, 2015, p. 5). Ce modèle de financement a vu le jour en réponse à la crise financière de 2008 qui a rendu l'accès au financement bancaire plus sélectif et plus difficile, en marquant la démocratisation de l'accès au capital pour les jeunes entreprises (Mollick et Robb, 2016). En effet, les particuliers peuvent désormais être une nouvelle source de financement rapide durant les premières années d'activité de l'entreprise en prenant part au capital par l'intermédiaire des plateformes d'ECF. De plus, l'ECF est une offre de financement qui vient en complément de l'offre bancaire. Sa complémentarité vient du fait qu'en plus des financements bancaires, les porteurs de projets peuvent solliciter les *Crowdfunders* à n'importe quelle étape de croissance de leur entreprise. Son accessibilité et sa capacité à mobiliser les investisseurs rapidement font de lui un outil efficace. Là où les financeurs classiques (banques, BA ou VC) hésitent à investir, l'ECF devient la solution pour les entreprises qui ne sont matures dans leurs activités, et qui n'intéressent pas encore les investisseurs institutionnels (Macht et Weatherston, 2014). En outre, les plateformes numériques d'ECF permettent également de collecter les fonds à l'international en supprimant les barrières géographiques (Vulkan et *al.*, 2016).

Selon Ziegler et *al.* (2021), les volumes de fonds collectés sur le marché mondial du CF de 2015 à 2020 ont connu une courbe parabolique. En ce qui concerne le marché de l'ECF les volumes sont passés de 1,093 \$ milliard en 2019 à 1 520 \$ milliard en 2020. Il faut noter que ces données tiennent compte de la période de pandémie de la COVID-19 qui a affecté les marchés financiers mondiaux. Selon le baromètre Finance Participatif France, les volumes collectés en ECF en France étaient de 57,7 € millions en 2017, avec une baisse à 39,4 € millions en 2018, puis un rebond jusqu'à 101,9 € millions en 2021. C'est un marché qui ne cesse de croître en France comme au niveau mondial.

Sur le plan empirique, les premiers travaux sur les investisseurs particuliers en ECF encore appelés *Crowdfunders* se sont intéressés aux profils de ces derniers (Mitter et Krauss, 2011 ; Agrawal et *al.*, 2011 ; Hornuf et Schmitt 2016), à leurs motivations à participer aux campagnes de financement (Schwienbacher et Larralde, 2012 ; Collins et Pierrakis 2012 ; Estrin et *al.*, 2018), à leurs critères de décision (Lukkarinen et Seppälä, 2019 ; Felipe et Ferreira, 2020 ; Ralcheva et Roosenboom, 2019) et à leur expertise subjective (Manthé, 2018). En ce qui concerne les investisseurs particuliers en ECF, la littérature s'est grandement intéressée aux motivations et aux aspects décisionnels. Elle n'a pas suffisamment questionné les investisseurs particuliers sur la représentation qu'ils ont de l'ECF. C'est

dans cette optique que nous nous intéressons à la représentation du marché de l'ECF par les Crowdfunders.

L'objectif de ce travail est d'apporter un éclairage sur la représentation du marché de l'ECF par les Crowdfunders après avoir participé à une campagne de financement. Pour ce faire nous nous sommes posé la question suivante : comment les investisseurs particuliers se représentent le marché de l'ECF ?

Notre étude est construite sur une démarche exploratoire, qui vise à clarifier un problème qui a été plus ou moins défini, ou à produire des connaissances sur des phénomènes inconnus (Trudel *et al.*, 2006). Dans la suite de cette étude nous présentons la revue de littérature, puis notre démarche méthodologique. Après cela nous exposons nos résultats, et enfin nous discutons des différents apports et limites.

1. Revue de littérature : connaissance de l'investisseur particulier en ECF

Nous exposons ici la littérature sur les différents travaux en ECF. Notamment ceux portant sur les types d'investisseurs en ECF et leurs expertises, leurs motivations et leurs critères de décision.

1.1 Les *Crowdfunders* présents en l'ECF

Selon le baromètre du financement participatif France 2021, 21,1 % de femmes et 79,9 % d'hommes participent aux campagnes de financement en ECF. En nous référant aux travaux de Mohammadi et Shafi (2018), cette prédominance masculine peut être expliquée par le fait que les hommes sont moins averses aux risques que les femmes. Par ailleurs, ces deux acteurs sont également considérés par Bade (2018) et Fasshauer (2016) comme des investisseurs particuliers qui sont pour la plupart non experts en investissement. Aussi, les travaux de Manthé (2018) montrent qu'il existe chez ces investisseurs particuliers une expertise subjective. C'est la perception qu'ils ont de leurs compétences. Cette expertise subjective peut être complète/partielle, et sectorielle/généraliste. Elle a un effet positif sur l'engagement des investisseurs dans la communauté. Manthé (2018) ajoute que les investisseurs particuliers ayant une expertise subjective élevée contribuent plus dans les échanges autour d'un projet que les autres.

Les connaissances (familles et amis) de l'entrepreneur sont des *Crowdfunders* qui constituent souvent le premier cercle d'investisseurs. Ils apportent le capital nécessaire au

démarrage de l'activité bien que faible par rapport aux autres investisseurs (Mitter et Krauss, 2011). Ce sont généralement des investisseurs ponctuels qui contribuent pour soutenir le porteur de projet (Agrawal et *al.*, 2011).

Les Business Angels sont des investisseurs plus expérimentés que les précédents. Ils travaillent souvent en réseau pour faire de meilleurs choix d'investissement. L'effet réseau réduit les fortes asymétries d'informations, et permet aux Business Angels d'échanger et de discuter sur les entreprises à fort potentiel avant d'investir. D'autant plus qu'ils apportent aux porteurs de projets leurs réseaux et leurs compétences (Agrawal et *al.*, 2016).

Deux autres personnes morales investissant sur le marché de l'ECF sont : les entreprises ayant des réserves de capitaux qui veulent diversifier leurs actifs (Boyer et *al.*, 2016), et les Banques qui investissent sur des entreprises au travers de leurs relations avec les plateformes d'ECF (Attuel-Mendès et *al.*, 2016). En effet, certaines plateformes d'ECF en France sont des filiales de banques, c'est le cas de la plateforme Proximea filiale de Grand Ouest Banque Populaire. D'autres entretiennent des partenariats avec divers apports commerciaux et techniques, c'est le cas de la plateforme Happy Capital partenaire de la Caisse d'Épargne ou de wiseed avec le crédit coopératif.

1.2 Les motivations à participer aux campagnes d'ECF

La littérature souligne que les perspectives sociales, financières et psychologiques doivent donc être combinées pour parvenir à une compréhension globale des motivations des *Crowdfunders*. Ainsi, deux formes de motivation sont présentes chez les investisseurs : les motivations financières et sociales (Schwienbacher et Larralde 2012 ; Collins et Pierrakis 2012 ; Trespeuch et Robinot 2014).

Les motivations financières sont celles liées au retour sur investissement. À travers une démarche qualitative menée par interviews auprès de 44 investisseurs anglais, Estrin et *al.* (2018) montrent que la principale motivation soulignée est l'espérance de gain conséquent. Cholakova et Clarysse (2015) obtiennent la même conclusion après une étude quantitative sur la plateforme d'ECF néerlandaise auprès de 155 investisseurs particuliers. Ils montrent que l'espérance de gain est un facteur majeur qui motive à l'investissement, et affecte positivement la valeur des montants investis. Ces derniers affirment également que les motivations non financières n'ont pas d'effets très significatifs pour pousser les investisseurs à participer à des

campagnes d'ECF. Enfin, Lukkarinen et *al.* (2019) et Ordanini et *al.* (2011) concluent sur une forte tendance des investisseurs à rechercher prioritairement le gain.

Quelques explications aux motivations financières sont données par Estrin et *al.* (2018). Premièrement, les investisseurs voient dans l'ECF une classe d'actif qui équilibre assez bien le risque et le rendement. Deuxièmement, l'ECF leur donne la possibilité de multiplier les investissements avec de petites sommes. Troisièmement, l'exposition aux risques est acceptée, car étalée sur plusieurs projets avec de petites sommes. Enfin, les mesures réglementaires prises très tôt sur ce marché ont permis à la fois d'augmenter la confiance des investisseurs en lui, et de proposer des allègements fiscaux sur les plus-values favorisant ainsi les investissements.

Même si le retour sur investissement reste le facteur prédominant, l'investissement dans une campagne de financement peut être également empreint d'une volonté de donner. C'est le cas des investisseurs orientés vers le don ou l'aide (Lukkarinen et *al.*, 2019). Ces derniers ont pour priorité d'aider un projet à se réaliser, de faire parti de l'aventure entrepreneuriale, de se sentir utiles notamment lorsque le projet à une portée sociale. Lukkarinen et *al.* (2019) ajoutent qu'il existe des investisseurs qui sont confrontés entre la volonté d'aider et de faire une plus-value. Ces derniers sont orientés vers l'accompagnement. Ils s'impliquent dans le projet en soutenant la cause et en veillant à ce que leurs intérêts financiers grandissent. Pour Collins et Pierrakis (2012), les motivations financières cohabitent avec d'autres motivations telles que la volonté de soutenir un entrepreneur local, de participer à un projet innovant, d'investir dans de jeunes entreprises prometteuses.

Outre les motivations, les investisseurs particuliers se basent sur plusieurs critères pour choisir les projets qu'ils soutiendront. Ces derniers ne sont pas tous des investisseurs expérimentés, mais la littérature reconnaît qu'ils s'appuient sur différents critères pour prendre leurs décisions.

1.3 Les critères de choix des *Crowdfunders* sur le marché de l'ECF

Comme critère d'investissement, les *Crowdfunders* peuvent se baser sur la description du projet (la compréhension de l'offre : produits et services). En nous référant aux travaux de Lukkarinen et Seppälä (2019) menés auprès de 911 répondants ayant investi sur 52 campagnes sur la plateforme d'ECF finlandaise Invesdor, les résultats montrent que les investisseurs prennent en compte la présentation qui est faite des projets. Ils prennent pour critères

d'investissement les pitches des dirigeants, la pertinence des vidéos de présentation des projets, la qualité des éléments écrits et contractuels. Quant à Block et *al.* (2018), ils analysent 71 projets durant leur phase de financement sur deux plateformes allemandes Seedmatchand et Companisto. Ils soulignent que les investisseurs sont sensibles aux projets qui fournissent sans cesse des informations à jour sur l'évolution de l'entreprise et de la campagne de financement. Les investisseurs sont très sensibles aux informations qu'ils prennent pour des signaux positifs. Cela affecte positivement le nombre d'investisseurs et les montants investis. Ces signaux font référence à l'ensemble des informations qui peuvent conduire une personne (physique ou morale) à investir dans une entreprise (Spence, 1978). Enfin, les résultats de Felipe et Ferreira (2020) sur 99 campagnes issues la grande plateforme Brésilienne KRIA montrent que les entreprises développant des produits ont plus de chance de réussite que celles offrant des services. Les investisseurs ont une préférence pour les produits tangibles. C'est également un facteur qui joue sur les choix des investisseurs.

La situation financière (résultats financiers, brevets immobilisés, ventes ou commandes en cours, parts du capital cédées) de l'entreprise est considérée comme critère d'investissement par les *Crowdfunders* particuliers. Après avoir analysé 319 campagnes réussies sur quatre plateformes d'ECF, Companisto (Allemande), Crowdcube (Anglaise) ; Invesdor (Finlande) ; et (Suède), Nitani et *al.* (2019) montrent que les *Crowdfunders* se penchent sur les états financiers pour évaluer et prendre leurs décisions d'investissement. Ils prennent en compte les ventes déjà générées ou les commandes en cours, et les éléments financiers qui sont des signaux pertinents. Ralcheva et Roosenboom (2019) ont étudié 2 171 projets, dont 961 financés en ECF sur deux grandes plateformes notamment Crowcube et Seedrs. Ils montrent que les investisseurs prennent en compte les parts du capital cédées par les dirigeants. Ceux qui cèdent peu de parts de leur capital donnent un signal positif qui se traduit par la volonté de ces derniers à garder le contrôle de leurs activités. Preuve qu'ils ont foi en ce qu'ils font et acceptent de prendre autant de risques qu'ils ont de parts au capital. L'étude de Lukkarinen et Seppälä (2019) sur la plateforme finlandaise Invesdor souligne l'attractivité financière et commerciale de l'entreprise comme étant un critère important chez les 911 *Crowdfunders* ayant participé à l'étude. Les résultats de Bouaiss et Redis (2019) collectées sur quatre plateformes françaises (Anaxago, SmartAngels, Sowefunf et Wiseed) sur 238 levées de fonds entre 2010 et 2017, montrent que les investisseurs sont attirés par des projets innovants qui détiennent des brevets. C'est la preuve d'une valeur ajoutée qui est importante pour le projet. Ces résultats concordent avec ceux de (Ralcheva et Roosenboom, 2019). Les travaux d'Ahlens et *al.* (2015) portant sur 104 campagnes

de financement, issus de la plateforme Australienne ASSOBS entre 2006 et 2011 mettent en avant le fait que les *Crowdfunders* prennent en compte la feuille de route financière présentée par l'entreprise. Notamment les potentielles stratégies de sorties au capital, les risques financiers et autres indicateurs tels que les fonds propres et les dettes. Felipe et Ferreira (2020) en analysant les plateformes au Brésil observent que les entreprises ayant des clauses garantissant la non-variabilité du capital auront une probabilité de réussite meilleure que celle ayant des clauses de variation du capital.

Le capital humain est considéré par les *Crowdfunders* comme un critère important d'investissement. Il se définit comme les connaissances et compétences qu'un individu maîtrise (Guillard et Roussel, 2010, p.162). L'âge du dirigeant et son expérience sont des facteurs qui contribuent à une levée des fonds réussie. Pour Hervé et al. (2017), un dirigeant âgé aura plus de chance de réussir sa campagne qu'un autre moins âgé. En effet son âge est considéré par les investisseurs comme le reflet de l'expérience. Quant à Ahlers et al. (2015), l'expérience cumulée par les dirigeants est essentielle à la réussite de la campagne. Plus le ou les dirigeants sont expérimentés, plus la campagne aura tendance à attirer des investisseurs. L'expérience des dirigeants rassure les investisseurs quant à la gestion qui sera faite de l'entreprise. De même, le niveau d'étude est un signal positif. Ainsi les détenteurs de MBA sont très appréciés. Par contre, Bouaiss et Redis (2019) trouvent que les projets de jeunes entrepreneurs (moyenne d'âge 39 ans) avec des diplômes élevés auront tendance à attirer davantage d'investisseurs. Ici, la jeunesse de l'entrepreneur renvoie à l'innovation et au dynamisme.

La littérature sur les investisseurs particuliers en ECF a été grandement nourrie par l'étude des profils des investisseurs particuliers, de leurs motivations et de leurs critères décisionnels. Dans une vision temporelle, les motivations d'investissements se situent en amont des décisions d'investissement. Les critères décisionnels ou d'investissement se situent à l'instant où les investisseurs veulent contribuer à une campagne. Notre étude se positionne en aval de l'investissement. Elle a pour objectif d'appréhender les représentations globales de l'expérience de l'investisseur par rapport au marché, en interrogeant ceux ayant déjà participé à une campagne d'investissement en ECF. C'est dans cette démarche que nous avons mené une étude exploratoire auprès des *Crowdfunders* particuliers.

2. Méthodologie de recherche

La collecte de données s'est faite durant la période de juin à août 2019. Nous avons au moyen des entretiens semi-directifs interrogés 17 investisseurs particuliers ayant participé à des campagnes de financement sur différentes plateformes d'ECF en France.

La méthode de recueil de données par les entretiens semi-directifs se justifie dans une étude exploratoire par le fait qu'elle nous donne la possibilité d'explorer des champs nouveaux et laisse libre cours à l'échange (Wacheux, 1996). C'est à la fois le mode de collecte de données principalement utilisé dans les recherches qualitatives (Cardon 1996), et un moyen de recueil de données très utilisé qui permet d'explorer et d'élaborer de nouveaux objets théoriques (Snow et Thomas, 2014). Plus encore, Wacheux (1996) souligne que l'entretien donne la possibilité au chercheur d'accéder aux faits, aux représentations et aux interprétations sur des situations connues par les acteurs interviewés ; en recueillant les traces des comportements, les interactions sociales et les perceptions à travers le discours des acteurs. Enfin, il permet de rebondir ou d'orienter l'échange afin d'approfondir les éléments qui nous paraissent nécessaires pour notre étude.

Notre guide d'entretien a été conçu sur cinq grandes thématiques (*cf. tableau 1*) qui permettent de cerner l'investisseur et ses interactions avec le marché de l'ECF. Les investisseurs interviewés ont été contactés sur le réseau social professionnel LinkedIn après avoir laissé au moins un commentaire sur une publication relative à l'ECF. Nous avons veillé à constituer notre panel avec des investisseurs ayant des portefeuilles variés en nombre d'investissement et en valeur.

Tableau 1 : Les thématiques du guide d'entretien

Thématiques	Littérature
1. Connaissance et compétences de l'investisseur	Schwienbacher et Larralde (2012), Collins et Pierrakis (2012), Trespeuch et Robinot (2014), Barber et Odean (2001), Shiller (2000), Ordanini et <i>al.</i> (2011), Gerber et Hui (2013)
2. Recherche des informations : comment les investisseurs cherchent et interprètent des informations.	Lukkarinen et <i>al.</i> (2019), Akerlof (1978), Gajewski et Li (2015), Vismara (2016)

3. Choix des projets : sur quoi se basent les choix des investisseurs	Lukkarinen et Seppälä (2019), Ahlers et <i>al.</i> (2015)
4. Relations avec les autres investisseurs et signaux d'investissement : regard les investisseurs sur les autres investisseurs et aux autres acteurs du marché.	Banerjee (1992), Hirshleifer et Teo (2003), Zaggl et Block (2019), Hornuf et Schwienbacher (2015)
5. Risques pris par l'investisseur : regard que portent les <i>Crowdfunders</i> sur les risques de ce marché.	Hervé et <i>al.</i> (2017), Mohammadi et Shafi (2018), Slovic et <i>al.</i> (2007)

Le traitement des données s'est fait sur le logiciel d'analyse NVIVO 11. Après la retranscription manuelle des entretiens, nous avons établi des grilles d'analyse par thème sur NVIVO 11. Le thème « ... est l'unité de signification qui se dégage naturellement d'un texte analysé selon certains critères relatifs à la théorie qui guide la lecture » (Bardin, 2013, p.136). En effet, l'analyse thématique est basée sur des phrases entières ou groupes de phrases nous permettant de faire des analyses de contenu, et est généralement utilisée pour des études d'opinion, de motivation, d'attitude, de valeur, de croyance, de tendances (Bardin, 2013). En rapprochant et en comparant les discours des investisseurs sous les thématiques préétablies, nous avons pu trouver une cohérence générale dans les discours de certains investisseurs, de même que des discours antinomiques ou encore des discours isolés. La figure 1 ci-dessous représente l'arbre de codage de nos entretiens.

Notre panel d'investisseurs est constitué exclusivement d'hommes (*cf. tableau 2*), nous n'avons pas pu trouver de femmes voulant participer à notre étude. Les investisseurs interviewés ont été anonymés par le code *Invest*. En ce qui concerne le nombre de projets dans lesquels notre panel a investi, la plage s'étale de [5 à 70] projets. Les montants investis sont également étalés sur une grande plage allant de [2 809 € à 377 000 €]. Nous observons que les secteurs de métier des investisseurs sont variés, malgré une dominance pour les investisseurs travaillant de près avec le monde de la finance. Nous en comptons ainsi dans notre panel 7 investisseurs sur 17 travaillant dans le secteur de la finance ou de l'investissement dont (*Invest1, Invest2, Invest4, Invest6, Invest7 et Invest12, Invest14*). Enfin, on n'observe pas de réelle corrélation entre les montants investis et le nombre de projets. D'ailleurs, *Invest7* ayant 5 projets à son actif détient presque la même valeur en montant investi que *Invest10* qui a investi sur 70 projets. Nous ne pouvons pas établir sur ce panel une relation particulière entre le nombre de projets et le montant investi.

En ce qui concerne les plateformes sur lesquels les *Crowdfunders* investissent, nous notons que ces derniers sont présents en majorité dont (10/17) sur au moins deux plateformes d'investissement en ECF. Plusieurs d'entre eux s'intéressent également au Crowdlending qui est le prêt aux entreprises. Nous pouvons toutefois remarquer que les investisseurs ayant fait de gros placements notamment (*Invest13, Invest12, Invest4 et Invest3*) l'ont fait sur au moins deux des grandes plateformes françaises que sont Anaxago et Wiseed qui sont reconnues pour leur forte activité.

En somme, notre panel de 17 investisseurs a investi sensiblement 764 509 € sur différents projets. Toutefois, il faut souligner l'écart que détiennent *Invest12 et Invest13* en valeur sur le reste des autres investisseurs, avec respectivement 120 000 € et 377 000 € à leur actif. Si la majorité du panel a déclaré investir des montants provenant de son activité salariale et de son épargne, *Invest13* quant à lui est un entrepreneur qui a vendu sa boîte et a entrepris de réinvestir à travers une holding l'argent gagné.

Figure 1 : arbre de codage des entretiens

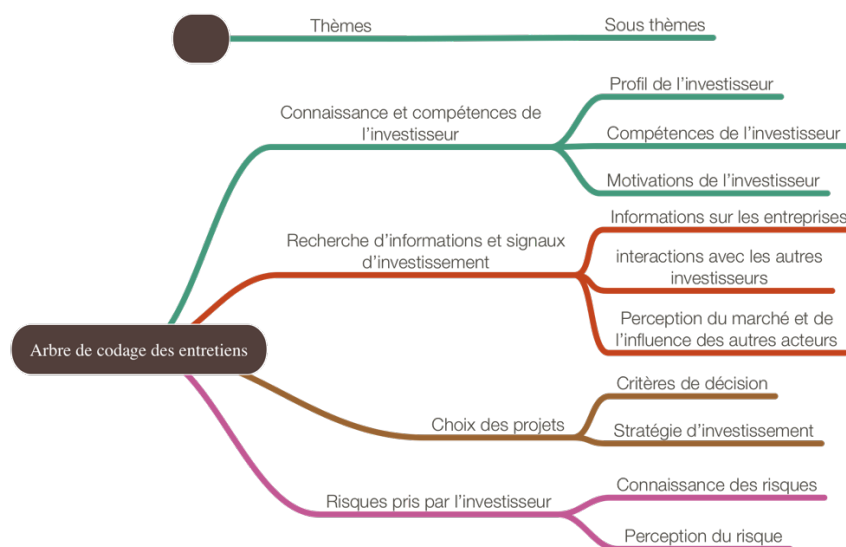


Tableau 2 : Présentation du panel des investisseurs interviewés

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

Investisseurs codés	Son métier ou secteur de métier	Nombre de projets	Montant investi en Euros	Genre	Durée des entretiens	Plateformes en ECF sur lesquelles ils ont investi. (Les plateformes de prêt ou Lending)
Invest1	Trésorier d'entreprise	30	6 000	M	42 mn	Wiseed , (Lendix, créditpoint.fr, lendopolis, pretup, pretchain)
Invest2	Conseiller en investissement	6	15 000	M	31 mn	Wiseed, Anaxago
Invest3	Secteur informatique	15	60 000	M	33 mn	Wiseed, Anaxago, SmartAngels
Invest4	Banque, anti-blanchiment	41	48 500	M	1H16	Wiseed, Blue Bees
Invest5	Énergie renouvelable	14	4 200	M	41 mn	Wiseed
Invest6	Finance/ Auto-entrepreneur	18	2809	M	40 mn	Wiseed, Happy-capital, Sowefund, Tudigo, Ayomi, Lita.com, Energie partagée, Enerfip

Invest7	Fonds d'investissement	5	[10000-15000]	M	43 mn	Sowefund
Invest8	Assurance	24	5 500	M	34 mn	Wiseed
Invest9	Informatique	11	3 500	M	28 mn	Wiseed
Invest10	Commerce	70	10 000	M	36 mn	wiseed, bolden, hominity (october, prêtup, agrilend, crédit.fr, lendopolis)
Invest11	L'immobilier	60	15 000	M	48 mn	Anaxago, Wiseed, Sowefund, Happy-capital
Invest12	Finance	20	120 000	M	32 mn	Anaxago, Wiseed
Invest13	Entrepreneur	23	377 000	M	43 mn	Anaxago
Invest 14	Gestionnaire de Fonds	NC	NC	M	17 mn	Anaxago
Invest15	Responsable export	20	20 000	M	27 mn	Wiseed, Anaxago, (Wesharesbons, Lendopolis, Lendosphere)
Invest16	Enseignant	10	20 000	M	39 mn	Anaxago, Wiseed, Lita.co (Lendopolis)
Invest17	Conseiller commercial	60	42 000	M	1H	Enerfip, Anaxago, Wiseed, Clubfunding, Fundimmo (Lendosphère)

3. Résultats de notre étude

Nous présentons ici les résultats de notre étude exploratoire, en explicitant les différentes représentations qui sont faites du marché de l'ECF par les *Crowdfunders*.

3.2 Utilité perçue du marché de l'ECF par les investisseurs particuliers

3.2.1 L'ECF un nouveau moyen de diversifier le portefeuille d'actifs financiers

L'analyse des interviews montre que la présence des investisseurs particuliers sur le marché de l'ECF est en partie justifiée par une volonté de diversifier leurs portefeuilles. Les investisseurs trouvent sur ce marché une solution de placement qu'ils estiment intéressante et parfois plus viable que les solutions de placement qui leur sont proposées par leurs banques, notamment le Livret A. Ainsi, l'ECF est perçu comme un moyen de diversification de l'épargne comme le soulignent *Invest5* : « *Pour moi c'est un moyen sympathique de diversifier son épargne* ». et *Invest7* : « *Moi je trouve que c'est une bonne alternative ; ça permet de diversifier par rapport à l'immobilier, aux actions, à l'assurance vie, etc.* ».

3.2.2 L'ECF un moyen d'expression ou d'accompagnement

L'ECF est perçu par les investisseurs comme un outil d'accompagnement de projets d'amis, de connaissances et des personnes qui ont des idées. Par ailleurs, l'ECF permet aux investisseurs de s'exprimer à travers les projets qu'ils pensent être utiles. *Invest4* : « *Il y a d'autres acteurs qui ont de bonnes idées on va les aider à les mettre en œuvre* ». Soutenir l'économie française est également un cheval de bataille pour beaucoup d'investisseurs. *Invest1* : « *C'est un moyen de pouvoir participer à la vie économique de notre pays. Et de s'investir un tout petit peu dans des projets qui nous plaisent.* ». Par l'ECF, les investisseurs sont des défenseurs et des accompagnateurs pour le changement ou une amélioration sociale ou industrielle. Aussi, ce marché est perçu comme un moyen d'expression par le financement et l'échange autour d'une idée. *Invest8* : « *Je trouve ça bien, car ça permet aux gens d'être plus acteurs de la société économique dans le sens que si c'était un peu plus démocratisé, peut-être que ça peut apprendre aux Français l'importance de l'entrepreneuriat dans l'économie* ».

Enfin, la possibilité d'investir de faibles sommes d'argent permet à tout investisseur de s'impliquer dans un projet, *Invest3* : « *C'est quelque chose d'intéressant dans la mesure où chacun, comme je le disais en tout début on peut investir à des tickets d'entrer de cent euros, ça permet à chacun d'investir même si tu n'as pas une fortune* ».

3.2.3 L'ECF un marché très rémunérateur

L'ECF est également perçu par les *Crowdfunders* particuliers comme un marché très rémunérateur. Certains investisseurs ont foi en la réussite des projets dans lesquels ils investissent. Pour ces derniers, l'espérance de gain attaché aux projets est très élevée par rapport à valeur des montants investis, et à certains types de placements classiques. D'ailleurs, *Invest6* déclare : « *Certes, c'est risqué, on peut perdre notre investissement, mais c'est très rémunérateur. Donc si on est prêt à mettre le minimum c'est quand même un placement qui est bien plus rémunérateur que les livrets, les assurances vie sur lesquels la population française investit. Je trouve que c'est vraiment des projets qui devraient être mis en avant.* »

3.2.4 Une représentation positive du marché

En somme, la plupart des investisseurs ne tarissent pas d'éloges positifs vis-à-vis du marché de l'ECF. Les *Crowdfunders* ne manquent pas de souligner tous les avantages connus de l'ECF pour eux, les porteurs de projets et le tissu économique français comme le souligne *Invest8* : « *Je trouve ça bien, car ça permet aux gens d'être plus acteurs de la société économique dans le sens que si c'était un peu plus démocratisé, peut-être que ça peut apprendre aux Français l'importance de l'entrepreneuriat dans l'économie* ». Cette représentation positive du marché impacte les investisseurs quant à leurs décisions d'investissement ultérieures de manière positive. Cependant, tous les investisseurs ne partagent pas cet avis positif du marché. Pour certains, le marché de l'ECF n'a pas pu répondre aux attentes et est en train de mourir. Cela à cause du manque de rigueur des plateformes. *Invest2* : « *Pour moi c'est mort, parce que les acteurs n'ont pas été à la hauteur des enjeux. Il y a peu de chance que le secteur s'en tire. Il y a beaucoup de plateformes qui ont jeté l'éponge et je pense que ce sont les premiers responsables. Responsables parce qu'ils n'ont pas été assez exigeants sur leurs dues diligences.* »

Toutefois, la poursuite de l'investissement sur le marché de l'ECF est fonction de la disponibilité des moyens financiers de chaque investisseur et des futurs rendements. *Invest5* : « *Oui je continue pour l'instant de manière ponctuelle. Je me donne encore quelques années, si je vois que d'ici deux trois ans il ne s'est rien passé bah... sauf si j'ai des retours sur investissements et là je dis oui.* »

3.3 Représentation et acceptation du risque par les *Crowdfunders* particuliers

Les plateformes d'ECF ont l'obligation légale d'informer les investisseurs sur les risques encourus en ECF. D'ailleurs, la plateforme d'ECF Wiseed rappelle les risques liés à cet investissement¹ : la perte totale ou partielle du capital investi, la rareté de dividendes, la dilution du capital, l'illiquidité (possibilité de vente d'actions limitées, valorisation hypothétique). Outre les risques, la plateforme Wiseed, présente aux *Crowdfunders* deux avantages : « *L'avantage principal pour un investissement dans une jeune société, une startup, est que le potentiel de plus-value est important en cas de rachat des parts par un tiers ou d'introduction en bourse. En entrant dans le capital, vous avez financé l'innovation et le développement du projet... lorsqu'on voudra racheter vos parts, vous serez en droit de faire rémunérer ce risque pris !* » « *Autre avantage : La majorité des investissements en actions dans ces entreprises vous permettent d'obtenir un avantage fiscal (réduction de l'impôt sur le revenu ou défiscalisation via PEA, plan d'épargne actions). En cas de distribution positive, l'imposition des intérêts s'effectue à la source par défaut au prélèvement forfaitaire unique (possibilité d'opter pour le barème progressif ultérieurement). En cas de perte de votre investissement, celle-ci pourra être reportée en déduction de vos gains sur d'autres investissements pour le calcul de l'impôt.* »

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

¹ <https://www.wiseed.com/fr/risques> (09/09/2019)

3.3.1 La connaissance et l'accoutumance aux risques financiers

3.3.1.1 La connaissance des risques financiers et ses avantages

L'une des raisons principales qui contribuent à l'acceptation du risque est énoncée par Hergon et *al.* (2004). Ils soulignent qu'un risque sera plus accepté si ses conséquences et ses bénéfices sont connus. Cette connaissance des risques et de ses avantages a pour effet de les rendre plus acceptables aux yeux des investisseurs. Nos résultats montrent que les *Crowdfunders* connaissent les risques financiers auxquels ils sont exposés et les acceptent. Pour eux, la prise de risque est volontaire et choisie. Dans la mesure où ils peuvent définir leur degré d'exposition aux risques par les montants qu'ils sont prêts à perdre en investissant. *Invest7* : « *J'investis en connaissance de cause, je sais que si je mets x milliers d'euros je peux ne plus les revoir. C'est quand même très risqué* ». Les investisseurs particuliers tout en étant avertis sur les risques en ECF, sont également conscients du caractère rémunérateur du marché comme vu au point (3.2.3).

3.3.1.2 L'accoutumance aux risques financiers

La connaissance des risques liés aux titres financiers en actions rend le marché de l'ECF un peu plus familier aux yeux de ses investisseurs. En effet, plusieurs des *Crowdfunders* particuliers ont déjà investi sur d'autres marchés proposant des titres financiers en actions. À ce propos *Invest1* déclare : « *Je suis investisseur depuis quatre ans, je travaille dans la trésorerie d'entreprise et suite à une longue maladie pour m'occuper j'ai cherché à diversifier mes investissements, avant j'avais des investissements assez classiques PEA, livret, etc. je voulais un peu voir ce qui existait sur le marché en tant qu'investisseur et c'est là que j'ai connu le Crowdfunding* ».

Autrement dit, lorsqu'on est habitué à rencontrer un risque on finit par l'intégrer dans nos habitudes et ce dernier devient familier (Hergon et *al.*, 2004). Certains investisseurs de par leur métier sont accoutumés à ce type de risque qui fait partie intégrante de leur quotidien, comme pour *Invest2* : « *investisseur opportuniste à titre personnel, qui recherche que des opportunités que des grandes stratégies d'investissements, j'ai des convictions fortes sur des dossiers et ensuite je suis professionnel de l'investissement en tant que conseiller en*

investissement financier il m'arrive de conseiller des clients dans leurs investissements financiers. C'est mon métier. »

3.3.2 Les investisseurs réduisent leurs exigences

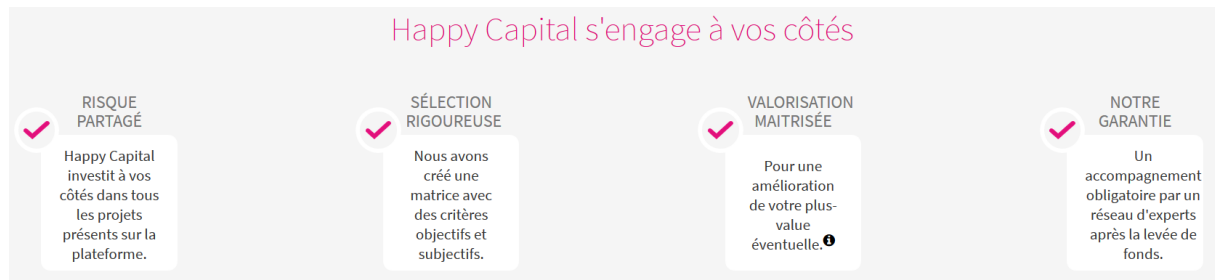
Les investisseurs sont conscients des difficultés de l'entrepreneuriat et des difficultés des jeunes entreprises à lever des capitaux. Ils comprennent qu'ils sont face à de jeunes entreprises pour lesquelles il est difficile de se protéger. Raison pour laquelle ils réduisent leurs exigences quand il s'agit d'investir, *Invest1* : « *Mais je le sais. De toute façon, ce sont les règles. C'est normal on travaille avec des startups. Je n'aurais pas le même discours sur les prêts aux PME où là je trouve qu'il y a des choses qui sont inadmissibles. Mais sur l'Equity on travaille avec des startups donc, avec des sociétés qui n'ont pas de passé, qui n'ont rien, et qui ont simplement une équipe et une idée. Donc non je ne suis pas protégé et je ne demande pas à être protégé, je ne vois pas comment on pourrait nous protéger, après ce ne serait plus de l'Equity. »*

3.3.3 Le partage du risque

Pour les investisseurs, le partage du risque avec d'autres acteurs réduit la perception qu'ils ont du risque. En effet, le fait de savoir que le risque est partagé avec le porteur de projet est rassurant pour l'investisseur comme le dit *Invest7* : « *Mais j'essaye de me rassurer en me disant comme les fondateurs sont parties prenantes de la société eux aussi sont impliqués pleinement dans la société, et donc ils recherchent aussi la rentabilité du projet et une bonne sortie. Ils s'investissent pleinement dans le projet, c'est ça qui me rassure. »*

De plus, certaines plateformes affirment investir aux côtés des investisseurs (*cf. figure 2*). C'est une action qui vise à montrer leur implication et leur soutien dans la réalisation d'un projet. Cela vise également à montrer aux investisseurs qu'ils sont accompagnés ; que le risque est partagé et que la plateforme croit aux projets. D'ailleurs, la plateforme d'ECF Happy capital le souligne clairement sur son site Web comme le montre la figure ci-dessous.

Figure 2 : Happy capital partage les risques avec les investisseurs



Source : Happy capital²

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

3.3.4 investir dans un projet à impact positif

On note chez certains *Crowdfunders* particuliers une volonté d'aider, une volonté de voir réussir un projet qui apporterait une solution aux problèmes environnementaux, sociétaux, médicaux, etc. Leurs objectifs sont à la fois d'aider les entreprises à se développer au risque de perdre le capital investi, avec la conviction que leurs investissements contribuent à l'amélioration des conditions de vie de l'Homme. Ces motivations et objectifs prennent le dessus sur les risques financiers. Le gain attendu n'est pas seulement financier, mais sociétal. Dès lors, les *Crowdfunders* n'hésitent pas à investir dans des entreprises qui partagent leur valeur *Invest6* : « une société qui agit négativement dans tout ce qui est social, humanitaire ou, etc. bien sûr que je ne vais pas dessus. On va dire une société comme total vu ce qui a pu se faire dans le passé ne va pas m'attirer. C'est vrai que les aspects négatifs au niveau social, si on entend beaucoup de choses : des licenciements ou des problèmes écologiques, environnementaux, etc. c'est des informations qui vont me faire dire non je n'investirai pas. »

² <https://www.happy-capital.com/> (22/03/2022)

3.3.5 Prise de risques mesurés

Les *Crowdfunders* estiment allouer à l'ECF une petite partie de leur épargne qu'ils sont prêts à perdre. Pour eux, le risque qu'ils prennent en investissant est minime, donc mesuré au regard de la valeur investi. L'ECF est pour beaucoup d'investisseurs le moyen de diversifier leur épargne. Ils voient dans cette forme d'investissement le moyen de faire de simples placements, qui viendront compléter leurs portefeuilles d'investissement. *Invest5* : « je n'investirai pas plus que je suis prêt à perdre. Ça va me faire vraiment râler si je le fais. Ça veut dire que je n'aurai pas été bon dans mes choix et de deux j'aurai perdu de l'argent et de trois en plus ça veut dire que les produits dans lesquels je croyais n'ont pas pu aboutir. » Par ces petits placements, ils estiment que le risque peut être pris sans regret, car de toute façon ils appliquent la règle qui stipule qu'il ne faut investir que le montant qu'on est prêt à perdre comme l'a dit *Invest1* : « Et d'ailleurs il y a une phrase que l'on dit toujours et je suis pour à cent pour cent, il faut investir en Equity que de l'argent dont on n'en a pas besoin. »

3.4 L'utilité de la foule d'investisseurs en ECF

La foule d'investisseurs présente en ECF constitue pour l'ensemble des *Crowdfunders* une source d'informations et d'avis parfois très utiles à la prise de décision. Cette foule d'investisseurs est définie par Thies *et al.* (2019, p. 1379) comme « l'ensemble des personnes physiques prenant part aux campagnes de financement ». Pour Renault (2017), elle correspond à : « une poignée de personnes soutenant un projet sur une plateforme de financement participatif ». En effet, cette foule présente autour d'un projet peut se manifester en soutenant financièrement le projet, en posant des questions, en apportant des informations complémentaires, des critiques, ou en partageant le projet sur les réseaux sociaux.

3.4.1 La foule comme source d'informations

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

truc : c'est que des fois moi il m'est déjà arrivé de voter sur un projet et puis en regardant les questions des autres personnes effectivement les réponses qui ont été apportées ont levé certains doutes. Oui effectivement c'est important. Ça peut être des choses auxquels on peut dire stop parce qu'on est un peu trop frileux, et on se dit, non son projet il est bancal. Et puis il y a quelqu'un qui pose la question et puis le projet il n'est plus si bancal que ça. » La foule est également une aide à la prise de décision.

3.4.2 La foule comme aide à la prise de décision

Les avis des personnes ayant une longue expérience d'investissement sur la plateforme d'ECF sont scrutés et pris en considération par certains investisseurs. Ces derniers déterminent l'expérience des autres par le nombre d'investissements déjà réalisés sur la plateforme. Sur certaines plateformes à l'instar de Wiseed, lorsqu'on est investisseur, on a la possibilité de voir le nombre d'investissements réalisés par les autres. Aussi, les investisseurs prêtent attention à certains membres assez actifs qui se sont fait remarquer par la pertinence de leurs interventions au fil des années et à leur longévité sur la plateforme. Pour *Invest5* par exemple : « *Ça va vraiment dépendre de l'investisseur. Chez Wiseed, quand quelqu'un demande ou commente quelque chose il y a son nom qui s'affiche et il y a le nombre d'investissements qu'il a réalisé. Si je vois que c'est quelqu'un qui est assez expérimenté, je vais prêter un peu plus attention à ce qu'il dit, aux questions qu'il formule, que quelqu'un qui a zéro investissement ou un ou deux investissements. Je considère qu'ils sont moins expérimentés et que de temps en temps je considère qu'il s'est inscrit sur la plateforme uniquement pour soutenir ou au contraire pour nuire à l'entreprise. Par contre, quelqu'un qui a beaucoup investi en général les questions qu'il pose sont très pertinentes et là je vais les considérer. Il va soulever de vrais problèmes, de vraies questions. Après de temps en temps dans le vocabulaire utilisé par certains investisseurs on sent qu'ils connaissent bien le marché dans lequel évolue l'entreprise en financement. Pareil, si on a un vocabulaire de ce genre ça va attirer mon attention et je vais considérer les réponses. Et c'est vraiment une aide à la prise de décision. »*

C'est également le cas de *Invest8* qui suit un investisseur référent. Cet investisseur référent nous l'avons également interviewé c'est *Invest3*. Nous avons rencontré *Invest3* sur divers sites internet quand nous étions en train de constituer notre panel. Il est très présent et actif sur les forums d'investissement en ECF. Il est également présent et actif sur le réseau social professionnel LinkedIn. *Invest8* considère *Invest3* comme un crowdfunder averti qui le

rassure lorsqu'ils se retrouvent tous deux hasardeusement à investir sur un même projet. *Invest8* mentionne ainsi que : « *Il y a une personne que j'aime bien sur la plateforme Wiseed c'est un autre investisseur que j'ai découvert sur les réseaux sociaux il s'appelle Invest3, je trouve qu'on est proche au niveau des idées, des fois ça peut être rassurant d'avoir une opinion qui converge dans son sens quoi. Dans le sens où après que la levée de fonds soit bouclée, des fois on peut avoir des doutes et je sais qu'avec Invest3, il est vraiment rassurant* ».

Enfin, *Invest4* a catégorisé différents types d'investisseurs en fonction de leurs avis. Pour lui, tous les avis ne se valent pas. Car, il y a derrière ces avis des personnes qui interviennent avec des intentions différentes. Il les catégorise ainsi : « *Il y a trois types de gens qui se baladent sur les forums. Il y a les copains des fondateurs qui essaient de mettre des bons points pour enrichir, pour ceux-là c'est assez rapide à détecter, ceux-là je ne les écoute pas trop, c'est sympa d'avoir des copains, mais c'est tellement gros que... c'est bien, mais ils n'ont pas d'influence pour moi. Il y a ceux qui sont contre tout, alors de temps en temps faut vaguement parcourir pourquoi ils sont contre, mais en général si on cherche bien, ceux qui sont contre les idées la plupart c'est qu'ils sont dans la concurrence, donc que je m'en méfie finalement ils n'ont pas une vision [...] il se trouve que sur Wiseed je suis un investisseur premium on a les quantités d'investissement que ces gens on fait. Il y en a plein là-dedans qui veulent faire croire qu'ils y connaissent quelque chose, mais ils ne connaissent rien. Et ceux que j'ai repérés il y en a une dizaine qui est là depuis très longtemps qui ont comme moi cinq ou six ans d'ancienneté qui ont comme moi une quarantaine et plus de souscriptions et là il y a une vraie recherche. Leurs questions vont être pertinentes et c'est celles-là qui faut essayer de trouver. Donc en fait je vais lire un certain nombre de commentaires de personnes que je trouve fiable* ».

Enfin, d'autres investisseurs ne prennent pas en considération les avis de la foule estimant qu'ils ne sont pas utiles. Pour *Invest9* par exemple, il a peur de se faire influencer par les avis et commentaires des autres et évite de lire : « *Honnêtement, je ne les regarde pas. Je me fie à moi-même, je ne regarde pas les commentaires des autres investisseurs. Parce que, j'ai peur qu'ils me guident dans un certain sens et que je n'écoute plus mon moi intérieur et que je me fie plus à leurs commentaires. Je préfère vraiment être focalisé sur mon avis et ne pas avoir un avis extérieur* ».

Cependant, le caractère subjectif des avis doit être différencié des questions qui aident à enrichir la connaissance des investisseurs sur le projet. C'est dans ce sens qu'*Invest2* souligne

que : « *Les commentaires des autres investisseurs c'est leur problème ce n'est pas le mien. Je ne me fie pas du tout aux commentaires des autres investisseurs pas du tout. À leurs questions, parfois je m'intéresse à leurs questions, ils ont des questions intéressantes, mais les commentaires pas du tout* ».

3.5 La représentation des plateformes d'ECF par les investisseurs définie par l'existence des liens de confiance et d'influence

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

3.5.1 La confiance perçue : un lien essentiel entre les plateformes et les investisseurs

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

L'ancienneté des plateformes. Pour certains, une plateforme qui a plusieurs années d'ancienneté est une plateforme qui a de l'expérience et qui a su développer des stratégies de résilience alors que d'autres plateformes ont fait faillite. Les deux grandes plateformes d'ECF Anaxago et Wisedeed jouissent d'une bonne confiance chez certains investisseurs de notre panel du fait de leur ancienneté. Pour *Invest6* : « *Je fais assez confiance aux plateformes dans le sens où ce sont des plateformes qui ont fait leurs preuves ces dernières années, donc qui ont une certaine expérience maintenant.* » Aussi, l'expertise des plateformes est un facteur important de cette confiance.

L'expertise des plateformes est un élément essentiel pour la confiance chez les investisseurs. Ces derniers mesurent l'expertise des plateformes par la qualité et le type de projets qui leur sont présentés. Par la qualité des due diligences menées et des informations qui sont divulguées par la suite. Enfin, par les sorties positives qu'a eues une plateforme depuis sa création. *Invest12* : « *je fais plutôt confiance aux analyses des plateformes [...] et donc j'ai*

vraiment confiance en leur processus de sélection. Si je parle par exemple d'Anaxago la plateforme dans laquelle j'ai le plus investi, comme je vous l'ai dit je la connais depuis 7 ans je vois comment elle fonctionne, je vois comment sont leur processus d'investissement et d'analyse de projets, les dues diligences qu'elles peuvent mettre en place et une évolution des sorties de ces sociétés, c'est dans ce sens que j'ai confiance ».

3.5.2 La présence d'un comportement de suivisme

En plus de la relation de confiance qui lie les investisseurs à leurs plateformes d'ECF, les *Crowdfunders* ressentent une influence qui les pousse à un comportement de suivisme. En effet, sur certaines plateformes à l'instar de Wiseed, il existe une appréciation qui est faite par cette dernière sur la qualité des projets. Aussi, les investisseurs reçoivent dans leurs boîtes mail des messages provenant des plateformes d'ECF qui leur présentent des projets ou qui leur rappellent qu'il y a des projets en cours de financement qui pourraient les intéresser. Enfin, les plateformes appellent souvent les investisseurs pour leur parler des projets en cours. Tous ces éléments sont de nature à influencer les investisseurs dans les choix comme le souligne *Invest13* : *« Oui, je pense que la plateforme influence mes décisions d'investissements. Souvent quand ils m'appellent pour parler d'un projet, je pense qu'ils y croient. Ils me contactent parce que je suis assez important comme investisseur chez eux. »* La confiance et l'influence engendrent une forme de laxisme chez ces derniers, qui se manifeste par un comportement moins actif dans la recherche d'informations, les poussant à se reposer sur l'expertise des plateformes, et à avoir des choix d'investissement moins réfléchis.

3.6 Le manque de maturité chez les jeunes entreprises

Le manque de maturité des entreprises en ECF rend difficile l'analyse et le choix des investisseurs particuliers. Ce sont des facteurs qui sont soulignés par *Invest2*. En comparant avec le Lending, *Invest2* souligne que : *« Le crowdequity est rarement sur des projets matures on est très souvent en Early stage [...] c'est très simple en Lending on a des sociétés beaucoup plus matures, donc comme c'est la maturité des sociétés qui m'intéresse. C'est beaucoup plus facile à analyser »*. Cela pousse certains investisseurs à exclure de leurs analyses, les éléments financiers qui peuvent décrire l'évolution passée de l'entreprise. En effet, les *Crowdfunders* considèrent que ces éléments ne sont pas suffisamment solides et concrets pour juger des performances passées et futures de l'entreprise. *Invest1* souligne l'absence de ce passif qu'il ne

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

Conclusion et discussion

Notre recherche exploratoire visait à mettre en évidence les représentations du marché de l'ECF par les investisseurs particuliers. Nous pouvons dire que les investisseurs particuliers en ECF tout en cherchant des retours financiers et sans ignorer les risques, veulent s'exprimer en orientant leurs investissements vers des projets qui soutiennent leurs convictions et contribuent de manière factuelle à l'amélioration de la vie de chaque individu.

Sur le plan empirique, nos résultats viennent enrichir la connaissance que nous avons des décisions des investisseurs particuliers en ECF. Premièrement, nous avons établi que les *Crowdfunders* particuliers ont une vision positive de ce marché. Pour eux, c'est un marché nouveau qui contribue à la construction du tissu économique et qui permet aux *Crowdfunders* particuliers d'enrichir leurs portefeuilles d'investissement tout en participant à une aventure entrepreneuriale. Deuxièmement, face aux risques que présente le marché, nous avons montré que la connaissance et l'accoutumance au risque contribuent à l'acceptation des risques chez les *Crowdfunders*. De même, le partage des risques, la prise de risques mesurée, ou encore l'investissement dans un projet social contribue également à l'acceptation des risques. Troisièmement, nous avons mis en évidence que la foule joue un rôle à la fois de source d'informations et d'aide à la décision pour les autres investisseurs. Quatrièmement, les investisseurs ont souligné avoir confiance aux plateformes d'ECF, mais se sentent également influencées par elles. Enfin, les investisseurs estiment que les entreprises se finançant en ECF ne sont pas matures, et que les aspects financiers ne peuvent être considérés pleinement dans l'analyse des décisions d'investissement.

En outre, nos résultats montrent que certaines décisions d'investissement de *Crowdfunders* sont potentiellement empreintes d'un comportement de suivisme vis-à-vis de la plateforme d'ECF et de la foule. Nous avons constaté que certains investisseurs prennent pour références d'autres investisseurs qu'ils estiment expérimentés ou pertinents dans leur démarche. Ce résultat concorde avec ceux de Petit et Wirtz (2021) qui parlent de suivisme rationnel dans lequel la présence des experts dans une campagne est perçue comme un signal positif pour les potentiels investisseurs. Cela montre que certains investisseurs prennent le temps d'observer les autres investisseurs. Cette observation impacte la prise de décision, car elle pousse certains *Crowdfunders* à calquer leurs décisions sur le comportement des autres. Aussi, nous avons observé que les choix des investisseurs particuliers sont basés sur des affinités. Ils investissent dans des projets qui leur correspondent d'un point de vue personnel ou éthique. Ils ne mettent pas toujours la rentabilité financière au centre des décisions d'investissement. Enfin, nous soulignons l'existence d'une familiarité au risque.

Toutefois, certaines limites sont à souligner dans notre travail. Nous n'avons pas interrogé les *Crowdfunders* selon les montants investis ou le nombre de projets en portefeuille. Cette démarche aurait permis de mieux catégoriser les représentations des *Crowdfunders*. Aussi, une étude longitudinale aurait permis de voir l'évolution des représentations des investisseurs dans le temps. Cependant, ces derniers n'étaient pas disposés à se soumettre à un tel exercice.

Notre démarche exploratoire à caractère qualitatif nous donne la possibilité d'ouvrir nos futures recherches sur l'axe comportemental des décisions d'investissement des *Crowdfunders* particuliers. En effet, la finance comportementale telle théorisée par Tversky et Kahneman (1973 ; 1974) permet de saisir les décisions d'investissement en mettant l'accent sur les aspects psychologiques et sociologiques, notamment les biais comportementaux présents chez les investisseurs, comme le biais de suivisme ou d'affinité.

Bibliographie

- Agrawal, A., Catalini, C., et Goldfarb, A. (2016). Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *California Management Review*, 58(2), 111-124. <https://doi.org/10.1525/cmr.2016.58.2.111>
- Agrawal, A. K., Catalini, C., et Goldfarb, A. (2011). *The geography of crowdfunding*.
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., et Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>
- Akerlof, G. A. (1978). 15 - THE MARKET FOR "LEMONS": QUALITY UNCERTAINTY AND THE MARKET MECHANISM). *Uncertainty in Economics* (p. 235-251). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>
- Bade, M. (2018). Assessing the Value of Ventures : Crowd Investors vs. Sophisticated Investors. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 20(1), 1-11.
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (3), 797-817. <https://doi.org/10.2307/2118364>
- Barber, B. M., et Odean, T. (2001). The internet and the investor. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 41-54.
- Bardin, L. (2013). *L'analyse de contenu*. Presses Universitaires de France. <https://doi.org/10.3917/puf.bard.2013.01>
- Block, J., Hornuf, L., et Moritz, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics*, 50(1), 3-27.
- Bouaïss, K., et Redis, J. (2019). ... Et pour quelques euros de plus : Une contribution à la connaissance des pratiques d'équity crowdfunding. *Finance Contrôle Stratégie*, NS-5.
- Boyer, K., Chevalier, A., Léger, J.-Y., et Sannajust, A. (2016). *Le crowdfunding*. la Découverte.
- Cardon, D. (1996). L'entretien compréhensif (Jean-Claude Kaufmann). *Réseaux. Communication-Technologie-Société*, 14 (79), 177-179.
- Cholakova, M., et Clarysse, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145-172.
- Collins, L., & Pierrakis, Y. (2012). *The venture crowd : Crowdfunding equity investments into business*.

- Estrin, S., Gozman, D., et Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding : Entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*, 51(2), 425-439. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0009-5>
- Fasshauer, I. (2016). Contrôler pour la foule ? - Le cas des plateformes d'équity-crowdfunding. *Revue Française de Gestion*, 42(259), 51-68. <https://doi.org/10.3166/rfg.2016.00070>
- Felipe, I. J. dos S., & Ferreira, B. C. F. (2020). Determinants of the success of equity crowdfunding campaigns. *Revista Contabilidade & Finanças, AHEAD*.
- Gajewski, J.-F., et Li, L. (2015). Can Internet-based disclosure reduce information asymmetry? *Advances in Accounting*, 31(1), 115-124. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2015.03.013>
- Gerber, E. M., et Hui, J. (2013). Crowdfunding : Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20(6), 1-32.
- Guillard, A., et Roussel, J. (2010). Le capital humain en gestion des ressources humaines : Éclairages sur le succès d'un concept. *Management Avenir*, n° 31(1), 160-181.
- Hergon, E., Moutel, G., Bellier, L., Hervé, C., et Rouger, P. (2004). Les facteurs de perception et d'acceptabilité du risque : Un apport pour la connaissance des représentations du risque transfusionnel. *Transfusion clinique et biologique*, 11(3), 130-137.
- Hervé, F., Manthé, E., Sannajust, A., et Schwienbacher, A. (2017). *Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding*. <https://papers.ssrn.com/abstract=2746398>
- Hirshleifer, D., et Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 337-386. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.002>
- Hornuf, L., et Schmitt, M. (2016). Success and failure in equity crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2), 16-22.
- Hornuf, L., et Schwienbacher, A. (2015). *Funding dynamics in crowdfunding*.
- Lukkarinen, A., Wallenius, J., et Seppälä, T. (2019). *Investor Motivations and Decision Criteria in Equity Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3263434>
- Macht, S. A., et Weatherston, J. (2014). The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures. *Strategic Change*, 23(1-2), 1-14. <https://doi.org/10.1002/jsc.1955>
- Manthe, E. (2018). *Analyse du comportement d'investissement en equity crowdfunding : Une approche par la valeur consommateur*. Université Bourgogne Franche-comté.

- Mitter, C., et Kraus, S. (2011). Entrepreneurial finance—issues and evidence, revisited. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2-3), 132-150.
- Mohammadi, A., et Shafi, K. (2018). Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors. *Small Business Economics*, 50(2), 275-287. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9825-7>
- Mollick, E., et Robb, A. (2016). Democratizing innovation and capital access: The role of crowdfunding. *California management review*, 58(2), 72-87.
- Nitani, M., Riding, A., et He, B. (2019). On equity crowdfunding: Investor rationality and success factors. *Venture Capital*, 21(2-3), 243-272.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., et Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470. <https://doi.org/10.1108/09564231111155079>
- Petit, A., et Wirtz, P. (2021). Experts in the crowd and their influence on herding in reward-based crowdfunding of cultural projects. *Small Business Economics*, 1-31.
- Ralcheva, A., et Roosenboom, P. (2019). Forecasting success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 1-18.
- Schwienbacher, A., et Larralde, B. (2012). Alternative types of entrepreneurial finance. In *The oxford handbook of entrepreneurial finance*.
- Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49-60.
- Slovic, P., Finucane, M. L., Peters, E., et MacGregor, D. G. (2007). The affect heuristic. *European Journal of Operational Research*, 177(3), 1333-1352. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2005.04.006>
- Snow, C. C., et Thomas, J. B. (1994). Field research methods in strategic management: Contributions to theory building and testing. *Journal of management studies*, 31(4), 457-480.
- Trespeuch, L., et Robinot, E. (2014). Le Crowdfunding: Une nouvelle forme de participation. *Revue de Management et de Stratégie*, 11(1), 1-13.
- Trudel, L., Simard, C., & Vonarx, N. (2006). La recherche qualitative est-elle nécessairement exploratoire. *Recherches qualitatives*, 5, 38-55.
- Tversky, A., et Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232. [https://doi.org/10.1016/0010-0285\(73\)90033-9](https://doi.org/10.1016/0010-0285(73)90033-9)
- Tversky, A., et Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>

- Untitled – Jupyter Notebook*. (s. d.). Consulté 8 novembre 2021, à l'adresse <http://localhost:8888/notebooks/Untitled.ipynb>
- Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590.
- Vulkan, N., Åstebro, T., & Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding : A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5, 37-49. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2016.02.001>
- Wacheux, F., et Rojot, J. (1996). *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*. Économica, DL 1996.
- Zaggl, M. A., et Block, J. (2019). Do small funding amounts lead to reverse herding? A field experiment in reward-based crowdfunding. *Journal of Business Venturing Insights*, 12, e00139. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2019.e00139>
- Ziegler, T., Shneor, R., Wenzlaff, K., et Suresh, K. (2021). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Judge Business School. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>