

Introduction

« Nous ne désirons aucune chose parce que nous la trouvons bonne mais, au contraire, nous jugeons qu'une chose est bonne parce que nous la désirons. »

Baruch Spinoza (1677), *L'Éthique*

Après un bref propos introductif sur la genèse de cette recherche, cette introduction se poursuit avec la présentation du contexte, la justification et l'exposition de l'objet de recherche, la démarche méthodologique empruntée et les contributions attendues avant de se conclure par la présentation du plan général de cet ouvrage.

Le point de départ de ce sujet de recherche est une simple intuition : « Les comportements et plus précisément les choix des investisseurs opérant sur les plateformes d'*equity crowdfunding* étaient, *a priori*, nécessairement empreints d'une forte dimension affective. » De cette première conjecture approximative, fruit d'une interprétation spontanée qui relève de la psychologie du sens commun, il s'agissait ensuite de s'inscrire dans une démarche rigoureuse, scientifique. En premier lieu, cette conjecture inférée par voie inductive demandait à être confrontée à une revue de littérature du champ de la finance entrepreneuriale.

Contexte de la recherche

L'*equity crowdfunding* (ou ECF) est un mode de financement récent. Aussi, naturellement, la littérature scientifique sur le sujet n'est pas très développée. Les premiers travaux, de nature descriptive, se sont focalisés sur des thèmes comme le succès des campagnes de levée ou les motivations des participants sur les plateformes. Les segments ou métiers historiques du *crowdfunding*, le don et le *reward*

based crowdfunding ont d'abord été explorés, ces résultats servant de base, par la suite, aux recherches dédiées à l'*equity crowdfunding* dont la logique est davantage financière. En fait, ce mode de financement innovant par souscription au capital d'une jeune société fait appel à une foule d'investisseurs dont les caractéristiques sont une combinaison entre celles des *friends and family*, des *business angels* et des participants au *crowdsourcing* (Onnée et Renault 2014).

La question du choix des projets par les investisseurs est essentiellement traitée sous l'angle de la théorie de l'information ou théorie du signal (Akerlof 1970 ; Spence 1973)¹. L'asymétrie d'information est particulièrement forte pour les entreprises au stade de l'amorçage, les investisseurs potentiels cherchent alors à interpréter l'information disponible sur le projet pour y déceler des signaux de qualité (Ahlers *et al.* 2015). L'information disponible pour les investisseurs potentiels est protéiforme, il s'agit d'abord de l'information produite par les dirigeants, incluant la description du projet, une vidéo de *pitch* des entrepreneurs, le *business plan* et tous les messages d'animation (*post*) de la campagne de levée de fonds. Il s'agit ensuite de toutes les interactions sociales sur la plateforme (Lin *et al.* 2013 ; Freedman et Jin 2014). Ces dernières regroupent les échanges entre investisseurs ou les questions/réponses entre investisseurs et dirigeants. La cinétique de la campagne (Hornuf et Schwienbacher 2015b) et le taux de complétion de l'objectif de levée (Agrawal *et al.* 2014) sont aussi des signaux importants de qualité. Toutes ces informations conduisent l'investisseur, non compétent pour juger seul de l'opportunité d'investissement, à agir par mimétisme, comportement à l'origine de l'effet moutonnier qui peut mener, à la limite, à des cascades informationnelles, c'est-à-dire une situation où seules les décisions des autres agents déterminent les choix d'investissement.

Les interactions sociales peuvent avoir également lieu en dehors de la plateforme, c'est le cas par exemple pour les *friends and family* qui investiront *in fine* sur la plateforme. Dans ce cas, la littérature considère que les proches disposent d'une information privée assimilable à un signal de qualité (Agrawal *et al.* 2015). Précisons encore que si la distance est un autre facteur explicatif du choix, elle est fortement corrélée aux *friends and family*.

Une seconde approche est implicite, elle consiste à inférer les déterminants des choix individuels à partir de ceux de la foule prise comme entité. En effet, les choix de la foule résultent, par individualisme méthodologique (Boudon 2004), de l'agrégation

1. Précisons que le concept de signal développé par ces deux auteurs est mobilisé dans plusieurs articles de notre revue de littérature dans le sens exclusif d'information, sans qu'il n'y ait de coût associé comme le veut la théorie.

des choix individuels. Précisément, les études se rapportant au succès des campagnes de levée révèlent les choix de la foule. Or, les principaux déterminants du succès des campagnes de levée de fonds sont de nature sociale. Outre l'effet moutonnier déjà mentionné, Mollick (2013) montre que la taille du réseau social de l'entrepreneur est un facteur-clé de succès. Cependant, le réseau social n'est qu'une extension du groupe des *friends and family* à des cercles d'individus reliés indirectement. Aussi, l'explication de cet effet est vraisemblablement double : le nombre d'amis Facebook ou de *followers* Twitter peut s'interpréter *per se* comme un signal de qualité, par ailleurs, lorsque les membres de ce réseau social participent à la campagne, l'explication par une information privée sur les dirigeants et leur chance de succès, donnée pour les *friends and family*, est également applicable.

Finalement, ces différentes explications du choix des projets ont pour point commun de s'appuyer explicitement ou implicitement sur la théorie du signal dans laquelle le décideur est doté d'une rationalité instrumentale et cherche, par la captation de signaux de qualité, à maximiser son utilité, identifiable au couple rendement/risque pour la finance. Cette perspective, qui dérive des postulats de rationalité qui prévalent au sein de l'efficience des marchés financiers de l'école néoclassique, réduit le choix à sa dimension cognitive, ce qui exclut toute explication par l'affectif.

Néanmoins, un ensemble de travaux émergents, convergent pour admettre que le choix des projets peut reposer sur d'autres motifs qu'une maximisation exclusive de l'utilité espérée, voire positionnent l'affectif au cœur du phénomène d'investissement en equity crowdfunding.

Ainsi, le choix des projets d'equity crowdfunding peut être connecté aux motivations intrinsèques des investisseurs. Ryu et Kim (2014) établissent ce lien et montrent que si l'investisseur est animé par une motivation de type « philanthropie », « reconnaissance » ou « relation », alors la récompense, c'est-à-dire le rendement espéré, n'a pas d'effet sur le choix contrairement à la contribution sociale attendue.

Bessière et Stéphany (2017) estiment que la foule agit en se basant davantage sur ses perceptions que sur une analyse approfondie, la décision est holistique, intuitive et l'affect joue un rôle essentiel de même que la familiarité pour la perception des risques, cette dernière étant altérée par l'heuristique d'affectivité.

Dans le champ de l'entrepreneuriat, plusieurs auteurs se penchent sur les effets des affects de l'entrepreneur (Milovac *et al.* 2015), du pitch (Davis *et al.* 2017) et des émotions dans la narration (Wuillaume *et al.* 2016) sur l'investisseur, son évaluation

et ses choix. Au surplus, Allison *et al.* (2017) étudient le phénomène de persuasion en jeu entre entrepreneur et investisseurs.

Dans le champ des interactions homme-machine, Josue et Bahm (2016) proposent une méthode de mesure de l'impact émotionnel des vidéos de *pitch* sur les sponsors, rejoignant en cela les résultats mis au jour dans le champ du marketing à propos de l'impact des vidéos sur les attitudes des consommateurs (Graillot 1996).

Aussi, le cadre de l'investissement en equity crowdfunding présente plusieurs caractéristiques qui rendent vraisemblablement pertinente une approche par le marketing : des motivations intrinsèques et extrinsèques (Hemer 2011), une logique consommateur plus qu'actionnaire liée à une information limitée ainsi qu'à un manque d'expertise financière (Bessière et Stéphanie 2014), mais surtout un contexte de persuasion par *storytelling*, images et *pitch* vidéo qui constituent les ingrédients du phénomène de persuasion publicitaire étudié dans le champ de la théorie du consommateur.

Du reste, au-delà des sciences de gestion, dans les sciences humaines, plus spécifiquement dans les champs de la psychologie des émotions et du *judgment and decision making*, les effets des réactions affectives sur les jugements et décisions sont solidement établis (Zajonc 1980 ; Frijda 1986 ; Loewenstein *et al.* 2001 ; Slovic *et al.* 2002 ; Kahneman 2003). Les neurosciences consolident l'édifice théorique avec les travaux de Bechara et Damasio (2005) sur l'hypothèse des marqueurs somatiques qui en constitue, en quelque sorte, la clé de voûte.

Cet ouvrage s'inscrit dans le champ de la finance comportementale, à la croisée de la finance et de la psychologie, mais pas uniquement, car la connaissance ne peut s'arrêter à des définitions ni aux silos disciplinaires. Ainsi, un cadre théorique transversal est utilisé, incluant les concepts, modèles et théories raisonnablement transposables et capables d'améliorer la compréhension de notre objet de recherche.

Objet de la recherche

L'objet de cette recherche est de comprendre, expliquer et prédire les choix de projets par les investisseurs en equity crowdfunding dans leur dimension affective sans exclure pour autant la dimension cognitive. Le rôle particulier d'une variable de congruence des valeurs de l'investisseur avec celles mises en avant par le projet est souligné, ce qui explique le titre de cet ouvrage. Cette variable, en lien direct avec les réactions affectives (Schwartz 2006), est apparue au cours de la recherche, par voie d'inférence abductive puis confirmée théoriquement, mais aussi empiriquement grâce à un corpus de données qualitatives conséquent. Aussi, de notre point de vue,

la rationalité de l'investisseur est complexe, à sa rationalité instrumentale s'ajoutent une rationalité axiologique ainsi qu'une « rationalité affective » que nous définirons.

Ce travail est de nature exploratoire, sa finalité est la production d'une théorie originale qui apporte une perspective différente et complémentaire à la théorie du signal. Cette théorie est baptisée théorie du « matching affectif », une partie de ses racines plonge dans la théorie interactionniste du « *Fit I-O* » pour laquelle les individus sont attirés par les organisations dont les valeurs et normes sont congruentes à leurs valeurs et normes personnelles (Chatman 1989 ; Kristof 1996 ; Chapman *et al.* 2005). La théorie du « matching affectif » s'inscrit également dans la lignée des théories de « consistance cognitive » (Vaidis et Halimi-Falkowicz 2007), elle pose que l'investisseur s'apparie au projet avec lequel il a une « distance affective » minimale ou de manière équivalente, un « matching affectif » maximum. Le terme de « matching affectif » remplace celui d'utilité employé dans la théorie de la décision économique car le modèle n'est pas exclusivement conséquentialiste, néanmoins il présente des similitudes avec le concept d'utilité pris dans l'acceptation d'origine des précurseurs de la théorie de la décision pour lesquels elle était une mesure des plaisirs et des peines (Bentham 1789).

Méthodologie

Notre démarche épistémologique est postpositiviste et la méthodologie choisie repose sur une boucle récursive entre les modes d'inférence abduction/déduction/induction grâce au corpus de données qualitatives déjà mentionné (David 1999). Un modèle explicatif est proposé, le test de ses hypothèses a requis l'organisation d'une expérimentation contrôlée. Sa validation empirique repose sur un modèle d'équations structurelles. En outre, un second modèle, élaboré comme une extension du modèle explicatif et qualifié de modèle individuel prédictif implémente la théorie du *matching* affectif, le test de sa qualité prédictive a nécessité le développement d'une mesure de similarité originale de type distance vectorielle.

Contributions attendues

L'enjeu de cet ouvrage est d'abord théorique, cette recherche vise une contribution au mouvement émergent des recherches sur l'equity crowdfunding qui prônent un choix de projet fondé sur l'affectif et non exclusivement sur le cognitif. La théorie du *matching* affectif proposée et sa mise en œuvre par un modèle individualisé réalise d'une part la prévision de Mangot (2013) pour qui « la finance comportementale ne devrait pas, dans un futur proche, faire l'économie d'une démarche visant à personnaliser les comportements » et répond, d'autre part à l'appel de Pare et

Rédis (2011) pour « l'intégration de concepts, voire de méthodes provenant d'autres champs disciplinaires » afin de dépasser les « hypothèses de la finance traditionnelle, qui sont, comme il a été montré, inadaptées à l'entreprise nouvelle ».

Les questions théoriques auxquelles cet ouvrage tâchera d'apporter des éléments de réponses sont :

- les valeurs et les réactions affectives déterminent-elles le choix des projets en equity crowdfunding ?
 - quels sont les poids relatifs de ces deux variables ?
 - quel est le lien entre valeurs et réactions affectives ?
 - quels sont les antécédents des réactions affectives ?
- en l'absence d'interactions sociales, la dimension affective domine-t-elle la dimension cognitive du choix ?
- peut-on établir un modèle explicatif et prédictif de choix individuel reposant sur la connaissance *a priori* des préférences de l'investisseur ?
 - un tel modèle a-t-il vocation à être normatif ?
 - quelle est la rationalité de l'investisseur ?

Au-delà de la production théorique attendue, cet ouvrage poursuit l'objectif d'apporter aux praticiens de l'equity crowdfunding, au premier rang desquels les investisseurs, une meilleure connaissance sur leurs choix et sur les biais de jugement ou heuristiques auxquels ils peuvent être soumis inconsciemment. L'autorité des marchés financiers (AMF), l'institution qui a vocation à protéger les investisseurs individuels pourra s'emparer de ces résultats pour étayer les avertissements prodigués aux épargnants.

Les entrepreneurs en levée de fonds pourront utilement tirer des conclusions sur les facteurs qui attirent les investisseurs, car cette communauté d'actionnaires est recherchée pour des motifs (d'apport cognitif) qui dépassent l'apport financier. D'autres applications du modèle de *matching* affectif, de nature industrielle, sont envisageables et seront discutées en conclusion.

Plan général

Cet ouvrage s'organise en deux volumes ; le premier pose les choix et fondements théoriques sur lesquels s'appuie le second volume (Goglin 2021) qui présente notre contribution.

Le plan de cette recherche est le suivant : la première partie (volume 1) présente tout d'abord le contexte du crowdfunding et de l'equity crowdfunding puis amène et justifie progressivement l'objet de cette recherche (chapitre 1). Un état de l'art transversal à plusieurs champs de recherche des sciences sociales aboutit à un cadre théorique (chapitre 2). La seconde partie (volume 2) s'ouvre sur la modélisation et l'opérationnalisation des concepts (chapitre 1 du second volume), le protocole de test par expérimentation est ensuite exposé (chapitre 2 du second volume), le dernier chapitre (chapitre 3 du second volume) teste les hypothèses et amorce une discussion préalable à la conclusion finale.