

OBJET DE RECHERCHE

1. Problématique

1.1. Justification

Comme nous l'avons constaté dans la section précédente, les travaux académiques sur le *crowdfunding* s'intéressant aux déterminants du choix des projets d'*equity crowdfunding* des investisseurs individuels s'appuient pour l'essentiel jusqu'à présent, et à notre connaissance, sur la théorie du signal. La qualité du signal d'un projet résulte alors d'une combinaison entre les informations fournies par l'équipe entrepreneuriale (page de description, vidéo de *pitch*, plan d'affaire...) et les interactions sociales sur la plateforme (updates d'informations par l'équipe du projet, échanges entre investisseurs ou entre investisseurs et équipe dirigeante via un blog, cinétique de la collecte...).

Cette approche conséquentialiste et utilitariste (au sens étroit donné par l'économie) est cognitiviste, elle sous-tend une hypothèse de rationalité instrumentale par laquelle l'investisseur est mû par les objectifs de réduction de l'asymétrie d'information et de maximisation du couple rendement / risque. Si ce choix de rationalité est adapté à un placement pour lequel la motivation est exclusivement extrinsèque, dans le cas de l'*equity crowdfunding*, il semble que les motivations en jeu dans le choix d'investir soient mixtes (intrinsèques et extrinsèques). Nous ne rejetons pas le calcul et la poursuite de l'intérêt financier personnel en tant que déterminant du choix ni l'approche par la rationalité instrumentale, mais celle-ci nous semble insuffisante pour expliquer finement les comportements observés.

Par ailleurs, le contexte de l'investissement en *equity crowdfunding* est singulier dans la mesure où l'investisseur est soumis à une persuasion qui s'apparente, par les moyens mis en œuvre sur les plateformes, au phénomène de persuasion publicitaire étudié dans le champ du marketing. Ainsi, l'investisseur serait influencé par la narration (le *pitch*), les images et les vidéos, or ces artifices ont démontré par ailleurs leur influence sur les prises de décision et cela via deux chemins complémentaires : cognitif et affectif.

C'est bien la dimension affective du choix qui nous semble insuffisamment explorée dans le cadre de l'investissement en *equity crowdfunding* et que nous nous proposons d'étudier.

Au-delà de cette motivation théorique, mieux comprendre la dimension affective des choix en *equity crowdfunding* nous semble important pour la protection des investisseurs, ces derniers devant être protégés, y compris de leurs propres biais de jugement, par une information préventive, dont l'AMF a la responsabilité, et qui constitue le gage d'un choix plus éclairé.

1.2. Exposé de la problématique

Objet de la recherche (problématique)

L'état de l'art de ce premier chapitre nous a permis de cerner l'objet choisi pour cette recherche :

Expliquer les choix de projets des investisseurs en *equity crowdfunding* par la dimension affective du choix.

La question centrale (principale) est théorique, elle vise à combler une insuffisance constatée dans la littérature en finance entrepreneuriale à propos de la dimension affective du choix.

Question centrale

Dans quelle mesure, l'affectif et les valeurs guident-ils le choix de l'investisseur individuel en *equity crowdfunding* ?

Si l'hypothèse d'un effet de l'affectif sur les choix d'investissement a été posée et justifiée ci-avant, le rôle des 'valeurs' ne découle pas directement de l'état de l'art sur le *crowdfunding* mais d'une combinaison entre approche abductive, inférences sur un corpus de données qualitatives et revue de littérature complémentaire. La méthodologie présentée dans le paragraphe 1.4 de cette section revient sur ce point.

Le mot de 'mesure' de la question centrale est lié à la volonté de quantifier l'effet des valeurs et des réactions affectives sur le choix, une étude quantitative a permis cette mesure.

Une seconde question, fortement connectée à la question centrale vise à étudier les effets comparés des dimensions cognitives et affectives.

Question secondaire

Quels sont les poids respectifs de la dimension cognitive et de la dimension affective dans le choix de l'investisseur individuel en *equity crowdfunding* ?

La thèse défendue dans ce travail de recherche est la suivante :

Thèse défendue

Dans le contexte de l'*equity crowdfunding*, soit celui d'un investissement en situation d'incertitude dans lequel l'outil de la persuasion publicitaire est utilisé, le choix de l'investisseur est surdéterminé par l'affectif et ses valeurs, son jugement délibératif n'étant qu'un antécédent au pouvoir causal marginal.

Remarques

- Cette proposition ne vaut que dans le cadre contraint de cette recherche, explicité ci-dessous, dans lequel, en particulier, les déterminants d'interactions sociales et d'effets moutonniers sont exclus du périmètre de l'étude. Autrement dit, nous n'affirmons pas que l'affectif domine le cognitif en situation réelle lorsque tous les effets sont présents.

1.3. Délimitation du champ de la recherche

Afin de clarifier la problématique, nous apportons des précisions sur l'objet du choix avant de circonscrire le champ de cette recherche.

1.3.1 Un choix contextuel

Selon Mangot (2013), les premiers développements du champ de la finance comportementale ont permis de mettre au jour les limites des postulats de l'économie néoclassique qui prévalaient jusqu'alors en finance. L'hypothèse de rationalité des individus a été confrontée à la réalité empirique des comportements, ce qui a donné naissance aux biais, aux heuristiques aux préférences subjectives et aux effets de contexte. Ces derniers traduisent la sensibilité des préférences à différents effets : effet de présentation ou cadrage, environnement social (normes sociales, biais moutonnier...), états internes (humeurs, émotions...) etc.

Schmidt (2010) explique que les écarts constatés entre les modèles logiques économique et les modèles comportementaux provient de l'hypothèse d'invariance qui pose que les solutions d'un problème de choix rationnel ne dépendent pas de la manière selon laquelle le choix est présenté. Il en résulte que le décideur et l'observateur du décideur n'ont pas à être distingués. Or, si cela est exact face à une situation de pure logique (choix entre plusieurs options assorties d'une distribution de probabilité ou loterie), cela ne l'est plus pour une analyse comportementale. Dans ce cas, le décideur fait face à une situation de choix qui peut contenir un enjeu direct qui n'existe que pour lui et pas pour l'observateur, cet enjeu peut être de nature affective (plaisir espéré, peine redouté...) ou cognitive et fonction des représentations subjectives induites par le contexte, ce dernier peut se définir de façon un peu vague comme « *tout ce qui enveloppe la situation du choix* ».

Par son objectif, cette recherche fait de l'incidence du contexte sur la décision l'élément central étudié ce qui l'oppose à l'approche qui prévaut en économie, notamment dans les théories de la décision et des jeux où une décontextualisation totale permet de se focaliser sur une approche rationnelle des décisions et constitue en *sus*, le gage d'une plus grande validité externe des résultats (Petit, 2013).

1.3.2 Un choix de deuxième ordre

Nous nous situons dans le cadre d'un investissement financier réalisé par un investisseur individuel.

Nous définissons le **choix d'ordre 1** (ou choix de premier ordre) comme celui qui consiste à sélectionner une classe d'actif plutôt qu'une autre (par exemple action, obligation, livret, *equity crowdfunding* ...)

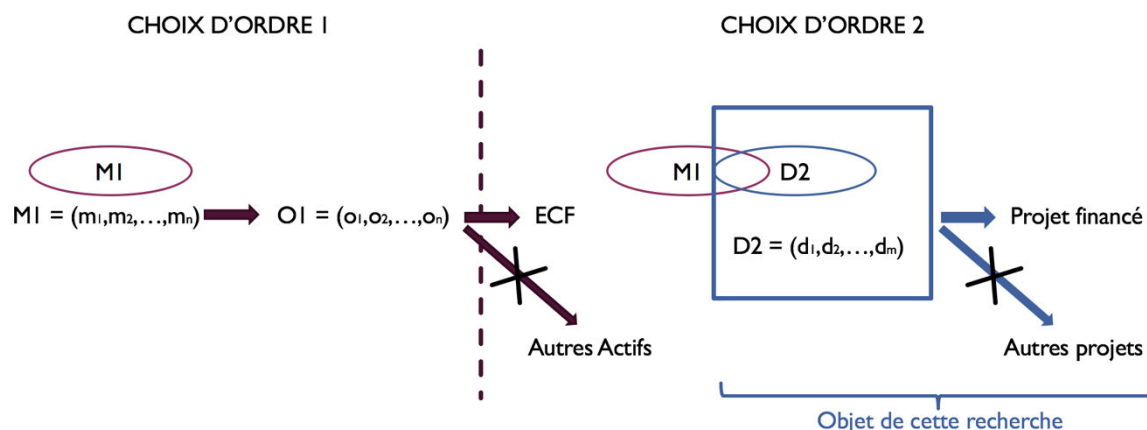
Nous définissons le **choix d'ordre 2** (ou choix de deuxième ordre) comme celui qui consiste à sélectionner un actif spécifique dans la classe d'actif préalablement choisie par le choix d'ordre 1. Le choix d'ordre 2 correspond par exemple au code Isin d'un instrument financier sur les marchés ou à la dénomination sociale de l'entreprise sur une plateforme d'*equity crowdfunding*.

Dans notre cas, nous faisons le choix de pas nous appuyer sur théorie psychanalytique le choix d'ordre 1 est celui de l'*equity crowdfunding*, aussi le 'choix' auquel il est fait référence dans les questions centrales et secondaires est un choix de deuxième ordre consistant à choisir un projet parmi d'autres sur une plateforme d'*equity crowdfunding*.

D'après la théorie positive du portefeuille ou théorie du portefeuille comportemental de Shefrin et Statman (2000), les investisseurs individuels tiennent une comptabilité mentale pour construire un portefeuille en couches superposées formant une pyramide orientée des investissements les moins risqués (la base) vers les investissements les plus risqués (le sommet). Chaque couche ou compartiment représente une classe d'actif qui est fonction d'un objectif de placement (objectif de sécurité, objectif de revenu, objectif de croissance et objectif de richesse). Or selon Fenouillet (2016), un objectif (ou finalité) est la cible vers laquelle est dirigée une motivation.

Ces éléments nous permettent de préciser que le choix d'ordre 1 est lié aux objectifs de l'investisseur, eux même associés à ses motivations. La littérature sur l'*equity crowdfunding* nous indique que les motivations des sponsors du *crowdfunding* sont multiples et mixtes (intrinsèques et extrinsèques), aussi les objectifs associés peuvent être décorrélés du couple rendement / risque, nous ne nous limitons donc pas aux quatre objectifs de la pyramide de Shefrin et Statman.

Figure 1.1 : Représentation graphique de l'objet de recherche



Légende

ECF = equity crowdfunding

M1 est le n-uplet des motivations de l'investisseur pour son choix d'ordre 1

O1 est le n-uplet des objectifs associés à la motivation M1

Chaque composante de O1 est associé à une composante de même rang (i) dans M1 : $m_i \rightsquigarrow o_i$

D2 est l'ensemble des déterminants du choix de deuxième ordre, ceux-ci sont de nature affective et cognitive, ils sont également contextuels, c'est à dire liés aux caractéristiques du projet en cours d'évaluation. Ces déterminants recouvrent certaines motivations du choix d'ordre 1 qui perdurent durant cette seconde phase (Intersection M1 et D2).

Comme nous l'avons déjà indiqué, les motivations de 1^{er} ordre devraient persister au moment du choix de deuxième ordre, c'est pourquoi M1 apparaît dans la zone CHOIX D'ORDRE 2.

Finalement, cette recherche est centrée sur D2, le n-uplet des déterminants contextuels²³ affectifs et cognitifs du choix d'un investisseur individuel entre plusieurs projets d'*equity crowdfunding* disponibles sur une plateforme

²³ Par 'déterminants contextuels', il faut entendre 'déterminants liés au contexte'

Exemple

La figure 1.1 pourrait illustrer le cas d'un investisseur ayant choisi dans un premier temps d'investir en *equity crowdfunding* principalement en raison d'une motivation intrinsèque altruiste (m_1) et ensuite en raison d'une motivation extrinsèque financière (m_2). En effet il souhaite avant tout que son épargne ait un impact social positif (o_1), si possible en dégagant un rendement (o_2).

Ou avec les notations retenues :

$M1 = (m_1, m_2) = (\text{motivation altruiste, motivation financière})$

$O1 = (o_1, o_2) = (\text{objectif d'impact social, objectif de rentabilité financière relative à un niveau d'aspiration et à un niveau de risque})$

Dans un second temps, l'investisseur en situation de choix sur une plateforme d'*equity crowdfunding* pourrait finalement choisir une startup de l'économie sociale et solidaire, sans se soucier de ses prévisions financières (i.e. m_2 est inopérant à ce stade), car il connaît, par médias interposés, les fondateurs pour les avoir entendu s'exprimer dans une émission radio. Dans ce cas, $D2$ est le couple de déterminants $(d_1, d_2) = (\text{motivation altruiste, familiarité})$ où d_2 est un déterminant affectif lié au contexte du projet.

1.3.3 Pas d'approche sociologique ni psychanalytique

Comme il a déjà été souligné, la dimension sociologique (et de psychologie sociale) du choix par les interactions sociales et l'effet moutonnier, a reçu une grande attention de la part de la communauté des chercheurs en management. Cette dimension est déterminante pour comprendre les choix des investisseurs. Cependant, afin d'explorer de nouvelles voies d'explication complémentaires, nous excluons de notre analyse ces effets.

Comme nous le verrons plus loin, l'étude empirique de test du modèle proposé dans ce travail repose sur les données issues d'une expérimentation dont le protocole visait à isoler les participants de tout échange, les informations sur le projet étant limitées à la vidéo de *pitch* et

au *business plan*, les sujets ne disposaient pas non plus d'informations sur la cinétique de la collecte et n'étaient pas reliés par un blog d'échange entre participants ou entre participants et entrepreneurs.

Cette recherche s'inscrit dans le champ de la finance comportementale, champ qui s'est d'abord attachée à la dimension cognitive du raisonnement, des jugements et des décisions des individus en identifiant empiriquement biais et heuristiques. Plus récemment un sous-champ a émergé, celui de la finance émotionnelle qui aborde cette problématique sous le prisme des émotions en tâchant de mieux cerner l'articulation cognitif-affectif. Taffler (2014) ajoute que ce courant s'appuie sur la compréhension psychanalytique de l'esprit humain.

Bien que ces travaux pourraient en toute logique se situer dans le sous-champ de la finance émotionnelle, nous faisons le choix de pas nous appuyer sur la théorie psychanalytique pour les raisons suivantes :

- Les grilles de lecture issues de la théorie psychanalytique sont-elle robustes ? Popper (1968) arguait que la discipline ne relevait pas de la science car elle ne satisfaisait pas au critère de falsification, à l'inverse, Eric Kandel, psychiatre et neuroscientifique, prix Nobel 2000 fait l'éloge des théories psychanalytiques (Taffler, 2014), ce débat est toujours d'actualité (Signal, 2011).
- Le recours à la théorie psychanalytique n'est pas la seule voie, la psychologie des émotions est un champ de recherche au carrefour des champs de la psychologie cognitive, sociale et clinique qui rend compte des phénomènes émotionnels (Sander et Scherer, 2014).

1.4. Méthodologie

Commençons par préciser que d'un point de vue épistémologique, cette recherche s'inscrit dans une perspective post-positiviste.

Elle est de nature exploratoire, sa finalité est d'enrichir la théorie en proposant un ensemble d'hypothèses ainsi qu'une théorie originale capable de rendre compte des choix de projets des investisseurs en *equity crowdfunding* par la prise en compte de la dimension affective du choix.

En effet, l'objet de cette recherche s'est développé initialement grâce à une première intuition sur ce qui, à priori et sans connaissance extensive de la littérature sur le sujet pouvait expliquer les choix des investisseurs. Cette conjecture naïve d'un investisseur mû par l'affectif s'est trouvée confortée par la suite grâce aux données en notre possession²⁴. Une lecture extensive des recherches sur le sujet nous a alors convaincu que nous avions identifié une insuffisance dans la théorie. Cette insuffisance résulte de la confrontation de la principale théorie mobilisée pour expliquer le choix des projets des investisseurs en *equity crowdfunding* dans littérature en finance entrepreneuriale, la théorie du signal, avec les données. Ces dernières étaient discordantes car les discours des investisseurs, justifiant leur choix d'investissement dans un projet spécifique, n'étaient pas conformes avec celui attendu de la part d'un agent animé par une rationalité instrumentale telle que supposée par la théorie du signal. Les témoignages invoquaient par exemple des motifs tels que l'adhésion au projet, l'intérêt pour l'idée ou encore l'adéquation avec les valeurs de l'investisseur et pas seulement la solidité du *business plan*, la qualification des fondateurs, les perspectives financières...

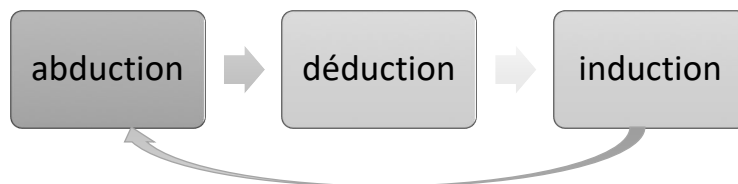
Nous avons alors arrêté notre sujet de thèse sur la question du choix des projets en *equity crowdfunding* et formulé une conjecture initiale : le choix des investisseurs s'explique en partie par l'affectif et non exclusivement par la cognition et le raisonnement. Ce faisant, nous avons précisément respecté la définition de l'abduction : « *l'abduction est un mode d'inférence mis en évidence par le philosophe pragmatiste C.S Peirce, qui consiste à émettre des conjonctures sur les causes possibles d'un certain phénomène observé* » Gavard-Perret et al. (2013).

Dumez (2012) ajoute qu'« *Il s'agit d'imaginer une hypothèse nouvelle qui permette d'expliquer le fait déroutant que la théorie d'arrière-plan n'explique pas.* »

Au-delà de l'apport utile à la formulation de l'objet de recherche, ce corpus de données qualitatives a naturellement induit une démarche de recherche par boucle récursive présentée dans la figure 1.2 :

²⁴ Données sous la forme d'un corpus qualitatif de 3020 réponses d'investisseurs justifiant *ex post* leur choix d'investissement en *equity crowdfunding* par des témoignages publics collectés sur le site internet de Wiseed.com, principale plateforme d'*equity crowdfunding* en France par les fonds levés.

Figure 1.2 : Modes d'inférence et boucle récursive de cette recherche



Cette **démarche d'aller-retour entre le terrain et la théorie**, recommandée par David (1999) pour les sciences de gestion, permet de tendre vers une objectivité maximale selon Peirce dont Carontini (1990) résume la pensée :

« Toute connaissance commence par des hypothèses et aboutit à des observations encadrées par des hypothèses, ces observations stimulent des réajustements des hypothèses, donc de nouvelles observations, et ainsi à l'infini. C'est dans ce sens que Peirce a pu concevoir l'objectivité comme fin idéale d'un processus de type récursif ».

Les conjectures établies par démarche abductive doivent être mises « à l'épreuve à travers une critique théorique rigoureuse et des test empiriques » (Bhaskar, 1998), c'est pourquoi, des fondements théoriques ont été identifiés, parfois dans des champs éloignés de la finance entrepreneuriale.

De plus, afin de tendre vers une objectivité maximale, nous avons multiplié les méthodes pour approcher au plus près la réalité. Ainsi, nous avons eu recours aux méthodes qualitatives et quantitatives.

Le corpus de données qualitatives a d'abord servi d'étude de cas. Si l'on considère les deux questions posées à la suite de la revue de littérature sur l'*equity crowdfunding*, à savoir 'pourquoi les investisseurs choisissent l'*equity crowdfunding* plutôt qu'une autre classe d'actif' et 'comment ils effectuent leurs choix de projets en *equity crowdfunding*', soient des questions de nature exploratoire relatives au 'pourquoi' et au 'comment', alors l'étude de cas est l'outil à privilégier selon Yin (2009). L'objet de notre recherche se focalise sur l'unique question du

‘comment’ qui porte sur le choix de deuxième ordre. Yin (2009) précise encore que l’étude de cas permet une compréhension en profondeur de phénomènes de la vie réelle dont les conditions de contexte sont déterminantes pour leur compréhension ce qui est précisément notre cas.

En pratique, l’identification de certaines variables du modèle explicatif a ressorti d’une démarche induction / abduction, faisant suite à une lecture flottante exploratoire associée à une analyse du contenu du corpus qualitatif. Ultérieurement, ces hypothèses ont trouvé un soutien théorique.

Yin (2009) ajoute que certaines études de cas vont au-delà d’une recherche qualitative et présentent un *mix* entre méthode qualitative et quantitative.

Précisément, la profondeur de notre corpus qualitatif de 3020 témoignages autorisait le recours à des outils quantitatifs de lexicométrie dans une démarche confirmatoire, cette fois, du choix des variables du modèle proposé. L’analyse lexicométrique du corpus a également joué un rôle important pour l’opérationnalisation des variables et le choix des dimensions de plusieurs construits importés de champs éloignés.

L’élaboration des liens de causalité du modèle explicatif a nécessité de procéder à nouveau par abduction en empruntant des concepts ou théories dans d’autres champs des sciences sociales. Nous avons usé de ce que Carontini (1990) nomme le troisième niveau d’abduction et qui peut consister à « *étendre à un champ nouveau un principe explicatif appartenant à un champ éloigné* »

Enfin, pour tester empiriquement les hypothèses du modèle explicatif, nous avons eu recours au recueil des données par expérimentation contrôlée et aux méthodes quantitatives par équations structurelles.

1.5. Organisation de la recherche

Cette recherche débute par une revue de littérature qui pour objectif l’exploration du rôle de l’affectif dans les décisions et qui aboutit au cadre théorique dans lequel les hypothèses s’enracinent (chapitre 2). La modélisation enchâsse les phases abduction / déduction / induction par l’apport, entre autres, d’analyses sur le corpus qualitatif, le chapitre 3 comprend également

l'opérationnalisation des concepts. Le protocole d'expérimentation utilisé pour le recueil des données est ensuite présenté (chapitre 4). Le dernier chapitre (chapitre 5) teste les hypothèses et discute des résultats obtenus.

EN CONCLUSION

Dans cette section, nous avons justifié de l'utilité de cette recherche qui vise à combler une lacune de la littérature en finance entrepreneuriale sur le rôle de la dimension affective dans le choix des projets par les investisseurs en *equity crowdfunding*. Cette lacune est mise au jour par l'incohérence interne de la littérature qui, dans une perspective qui dérive de l'école néo-classique, assujettit ce choix à une approche cognitiviste, exclusivement rationnelle dans laquelle l'investisseur cherche à réduire l'asymétrie d'information pour maximiser le couple rendement / risque alors que dans le même temps, plusieurs travaux mettent en avant les motivations intrinsèques du choix d'investissement en *equity crowdfunding*. Cette lacune se justifie aussi par la dimension manifeste d'un contexte de type persuasion publicitaire dans laquelle se déroule le choix ainsi que par l'émergence de recherches sur le rôle de la persuasion, de la narration et de l'affectif dans le champ de l'entrepreneuriat.

Nous avons ensuite exposé la problématique et apporté des précisions sur le cadre de celle-ci. Les questions centrales et secondaires s'articulent autour d'un 'choix' qualifié de deuxième ordre qui opère dans un contexte idiosyncratique. Par ailleurs, cette recherche ne s'appuiera pas sur la théorie psychanalytique mais plutôt sur la psychologie. Nous faisons le choix d'exclure les effets d'interactions sociales et les effets moutonniers car ils ont déjà reçu une large attention par la communauté.

Enfin, la posture épistémologique adoptée est post-positiviste. La méthodologie s'organise par boucles récursives entre inférence abductive, déductive et inductive grâce à un corpus qualitatif. Les méthodes quantitatives et qualitatives sont mobilisées afin de tendre vers une objectivité maximale.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

Ce premier chapitre a débuté sur une présentation de l'industrie du *crowdfunding* accompagnée par un bref état des lieux. Les spécificités de l'*equity crowdfunding* ont ensuite été exposées. En particulier le paradoxe d'un investisseur moyen non sophistiqué basant ses choix sur une information sommaire et potentiellement biaisée pour investir dans un actif très risqué est posé. Une revue de littérature sur l'*equity crowdfunding* a permis de dégager des éléments d'explication pour ce paradoxe : d'une part, les investisseurs sont mûs par des motivations intrinsèques et extrinsèques et d'autre part, s'ils ne disposent pas de la capacité à évaluer l'opportunité, ils peuvent s'appuyer sur les informations des autres individus (*Friends and family*, autres investisseurs...) par interactions sociales directes ou résultant d'interactions sociales (blog en ligne) et par mimétisme (cinétique des collectes, avis d'autres investisseurs sophistiquée ou non). Nous circonscrivons ensuite le sujet au thème du choix des projets par les investisseurs en *equity crowdfunding*, or, dans la théorie actuelle, ce choix repose sur une approche essentiellement cognitive, rationnelle et utilitariste qui s'adosse à la théorie du signal. Ceci nous amène à mettre en lumière ce qui nous apparaît comme une lacune dans la littérature en finance entrepreneuriale : le rôle de la dimension affective du choix n'est que très peu documentée alors qu'elle semble pertinente dans le contexte de l'*equity crowdfunding*, notamment en raison du contexte de persuasion publicitaire dans lequel le choix se fait. Finalement, la problématique qui en découle est présentée, assortie de la méthodologie adoptée pour y répondre.