

Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français

Catherine Deffains-Crapsky, Thibault Cuenoud, Pascal Glemain

▶ **To cite this version:**

Catherine Deffains-Crapsky, Thibault Cuenoud, Pascal Glemain. Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français. DOCUMENT DE TRAVAIL DU GRANEM, 2016, 01 (47), pp.32. hal-01892362

HAL Id: hal-01892362

https://univ-rennes2.hal.science/hal-01892362

Submitted on 10 Oct 2018

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

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

université angers

13, allée François Mitterrand
BP 13633
49100 ANGERS Cedex 01
Tél. : +33 (0) 2 41 96 21 06

Web : http://www.univ-angers.fr/granem

Granem
Groupe de Recherche ANgevin en Economie et Management
UMR-MA n°49

Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français

Catherine Deffains-Crapsky
GRANEM, Université d'Angers

Thibault Cuenoud
ESCEM, Orléans-Poitiers-Tours
CRIEF, Université de Poitiers

Pascal Glemain
CIAPHS, Université de Rennes 2

Mai 2016

AGRO CAMPUS OUEST

Document de travail du GRANEM n° 2016-01-047

Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français

Catherine Deffains – Crapsky, Thibault Cuenoud, Pascal Glemain
Document de travail du GRANEM n° 2016-01-047
mai 2016
Classification JEL : O16, M13, G23

Mots-clés : syndication, financement participatif, co-investisseurs, écosystème.
Keywords: syndication, equity crowdfunding (ECF), co-investisseurs, ecosystème.

Résumé : Le financement de l'innovation constitue l'un des objectifs majeurs des autorités publiques locales, nationales et européennes, pour soutenir la dynamique industrielle et entrepreneuriale des territoires. Dans de nombreux pays, l'Equity Crowdfunding (ECF) consiste à permettre à des investisseurs non professionnels (la foule) d'investir dans des projets ou des entreprises non cotées via une plateforme internet. Ce mode de financement occupe une place croissante dans le financement des projets innovants en situation entrepreneuriale. Dans ce contexte, nous désirons apporter des éléments de réponse à la problématique suivante : quels sont les déterminants de la mise en place de stratégies de co-investissement par les plateformes d'ECF entre des individus, représentant « la foule » et les Business Angels (BA) ? Notre objectif est de donner une esquisse d'un modèle explicatif des stratégies de co-investissement « foule-BA » en ECF. Il conviendra, par la suite, de tester sur le terrain les hypothèses avancées. La littérature sur les motifs de la syndication dans les opérations de capital-investissement et celle relative aux nouveaux questionnements induits par le développement de l'ECF permettent de proposer des pistes de recherche future. De plus, l'étude des pratiques des plateformes d'ECF françaises qui se sont développées dans un cadre légal et réglementaire adapté, permet de décrire les pratiques de syndication actuellement observées et de proposer des pistes pour de futures études empiriques.

Abstract: In order to support the industrial and entrepreneurial dynamics of territories, the financing of the innovation represents one of the major objectives of the local, national and European public authorities. In many countries, the Equity Crowdfunding (ECF) enables non accredited investors (the crowd) investing in projects or unlisted firms through an internet platform. This way of financing takes up an increasing place in the financing of innovative projects in an entrepreneurial situation. Within this context, we wish to investigate the following problem: what are the causes of the choice made by ECF platforms to implement a syndication strategy between the crowd and Business Angels (BA)? Our aim is to give an outline of an explanatory model of syndication strategies between the crowd and BA within ECF financing. Thereafter, it will be necessary to test the different proposals. The literature about the reasons of syndication within private equity deals and new questions induced by ECF development permit to put forward future research directions. Moreover, ECF platforms in France have been developed within a specific regulation aiming to facilitate its establishment. We describe practices of the main french ECF platforms and suggest future empirical analyses.

Catherine Deffains-Crapsky
Faculté de Droit, Economie et Gestion
Université d'Angers
catherine.crapsky@univ-angers.fr

Thibault Cuenoud
ESCEM Orléans-Poitiers-Tours
tcuenoud@escem.fr

Pascal Glemain
Université de Rennes 2
pascal.glemain@univ-rennes2.fr

© 2016 by Catherine Deffains-Crapsky, Thibault Cuenoud and Pascal Glemain. All rights reserved. Short sections of text, not to exceed two paragraphs, may be quoted without explicit permission provided that full credit, including © notice, is given to the source.
© 2016 par Catherine Deffains-Crapsky, Thibault Cuenoud et Pascal Glemain. Tous droits réservés. De courtes parties du texte, n'excédant pas deux paragraphes, peuvent être citées sans la permission des auteurs, à condition que la source soit citée.

Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français

Catherine DEFFAINS-CRAPSKY

Maître de conférences

GRANEM – Université d'Angers

catherine.crapsky@univ-angers.fr

Thibault CUENOUD

Enseignant-Recherche

ESCEM Orléans-Poitiers-Tours et CRIEF – Université de Poitiers

tcuenoud@escem.fr

Pascal GLEMAIN

Maître de Conférences - HDR

Université de Rennes 2

pascal.glemain@univ-rennes2.fr

Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français

Résumé :

Le financement de l'innovation constitue l'un des objectifs majeurs des autorités publiques locales, nationales et européennes, pour soutenir la dynamique industrielle et entrepreneuriale des territoires. Dans de nombreux pays, *l'Equity Crowdfunding* (ECF) consiste à permettre à des investisseurs non professionnels (la foule) d'investir dans des projets ou des entreprises non cotées via une plateforme internet. Ce mode de financement occupe une place croissante dans le financement des projets innovants en situation entrepreneuriale. Dans ce contexte, nous désirons apporter des éléments de réponse à la problématique suivante : quels sont les déterminants de la mise en place de stratégies de co-investissement par les plateformes d'ECF entre des individus, représentant « la foule » et les *Business Angels* (BA) ? Notre objectif est de donner une esquisse d'un modèle explicatif des stratégies de co-investissement « foule-BA » en ECF. Il conviendra, par la suite, de tester sur le terrain les hypothèses avancées. La littérature sur les motifs de la syndication dans les opérations de capital-investissement et celle relative aux nouveaux questionnements induits par le développement de l'ECF permettent de proposer des pistes de recherche future. De plus, l'étude des pratiques des plateformes d'ECF françaises qui se sont développées dans un cadre légal et réglementaire adapté, permet de décrire les pratiques de syndication actuellement observées et de proposer des pistes pour de futures études empiriques.

Mots clés : Syndication, Equity Crowdfunding (ECF), Co-investisseurs, Ecosystème.

JEL codes : 016, M13, G23

Abstract:

In order to support the industrial and entrepreneurial dynamics of territories, the financing of the innovation represents one of the major objectives of the local, national and European public authorities. In many countries, the *Equity Crowdfunding* (ECF) enables non accredited investors (the crowd) investing in projects or unlisted firms through an internet platform. This way of financing takes up an increasing place in the financing of innovative projects in an entrepreneurial situation. Within this context, we wish to investigate the following problem: what are the causes of the choice made by ECF platforms to implement a syndication strategy between the crowd and Business Angels (BA)? Our aim is to give an outline of an explanatory model of syndication strategies between the crowd and BA within ECF financing. Thereafter, it will be necessary to test the different proposals. The literature about the reasons of syndication within private equity deals and new questions induced by ECF development permit to put forward future research directions. Moreover, ECF platforms in France have been developed within a specific regulation aiming to facilitate its establishment. We describe practices of the main french ECF platforms and suggest future empirical analyses.

Key words: Syndication, Equity Crowdfunding (ECF), Co-investors, Ecosystem.

JEL codes: 016, M13, G23

Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français

Le financement de l'innovation constitue l'un des objectifs majeurs des autorités publiques locales, nationales et européennes, pour soutenir la dynamique industrielle et entrepreneuriale des territoires. Nous constatons, au niveau mondial, un développement significatif d'un nouveau mode de financement des start-ups et TPE/PME, dit « alternatif » : le financement participatif ou par la foule, le *Crowdfunding* (CF). Selon le cabinet Massolution, le crowdfunding a atteint, au niveau mondial, 16,2 milliards de dollars en 2014 et 34,4 milliards de dollars en 2015. La France compte parmi les pays dans lesquels le CF se développe très rapidement avec 296,8 millions d'euros levés en 2015 contre 152 M€ en 2014 et 78 M€ en 2013[1] et selon différents modèles d'investissement, de don et/ou de prêt. Parmi ceux-ci, on trouve *l'Equity Crowdfunding* (ECF) qui consiste à permettre à des investisseurs non professionnels (la foule) d'investir dans des projets ou des entreprises non cotées. Pour le définir, Belleflamme et *al*. (2014) précisent que l'ECF se distingue d'un mode de financement traditionnel par le processus mis en place. En effet, la levée de fonds nécessaire au financement du projet se fera *via* une plateforme internet, ce qui nous conduit à la définition suivante : l'ECF « *is a method of financing, whereby an entrepreneur sells a specified amount of equity or bond-like shares in a company to a group of (small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms* » (Ahlers *et al*. 2015, p. 958). Toutefois, l'étude des modèles économiques de ces plateformes d'ECF (Bessière et Stephany, 2015a) montre des disparités importantes en termes de gouvernance des investisseurs, de types de projets financés (secteurs d'activités, stades de développement, impact social) et de stratégie de développement, dont

[1] Selon une étude réalisée par Compinnov et publiée par l'association Financement Participatif France.

celle de co-investissement avec des acteurs tels que les *Business Angels* (dorénavant, BA). La question de la concurrence ou de la complémentarité entre ECF et BA a déjà été posée et discutée (Hornuf et Schwienbacher, 2014 ; Stephany, 2015 ; Bessière et Stephany, 2015b ; Certhoux et Rédis, 2015). En 2015, en France, 50,3 M€ ont été levés sur les plateformes d'ECF, contre 25,4 M€ en 2014 et 10 M€ en 2013. L'investissement moyen sur ces plateformes a été de 448 460 € par projet et de 4 342 € par contribution. Ainsi, les chiffres[2] témoignent d'un accroissement continu de l'ECF et de la place importante que prend ce mode de financement. Hornuf et Schwienbacher (2014) s'interrogeaient sur la capacité de l'ECF à transformer la foule en une masse de petits BA. Dans ce contexte, nous désirons apporter des éléments de réponse à la problématique suivante : quels sont les déterminants de la mise en place de stratégies de co-investissement par les plateformes d'ECF entre des individus, représentant « la foule » et les BA ? Cette question de recherche est complexe car elle nécessite l'appréhension des rôles de quatre catégories d'acteurs : la foule, un ou des investisseurs professionnels représentés par les BA, le(s) porteur (s) de projets et la plateforme, représentée par ses dirigeants. Notre objectif est de donner une esquisse d'un modèle explicatif des stratégies de co-investissement « foule-BA » en ECF. Pour cela, nous avons choisi de nous inscrire dans une démarche de découverte et d'exploration. Il conviendra, par la suite, de tester sur le terrain les hypothèses avancées. Pour répondre à notre question de recherche, une première partie est consacrée à la présentation de l'ECF dans ses dimensions pratiques et théoriques en vue de mettre en évidence les spécificités de cette forme de financement (notamment la dimension foule) et des éléments témoignant d'une activité de co-investissement. Une seconde partie est consacrée à la définition de la syndication et aux motifs avancés, afin d'expliquer cette pratique dans les opérations de capital-investissement formel et informel et plus particulièrement dans le cadre du financement

[2] http://financeparticipative.org/barometre-du-crowdfunding-2015/

de jeunes entreprises innovantes. La troisième partie permet alors de proposer des hypothèses quant aux déterminants du recours à la syndication lors de certaines opérations d'ECF.

I. Les opérations d'ECF : aspects pratiques et théoriques

Les plateformes d'ECF sont les nouvelles venues sur le marché du financement de l'innovation de la jeune entreprise, et la question est de savoir si ce nouvel acteur peut combler le manque de financement récurrent et comment il s'insère parmi les acteurs en place. Pour se faire, il s'agit de comprendre le fonctionnement de ces plateformes d'un point de vue pratique mais également les nouveaux questionnements qui émergent des recherches académiques.

II.1. Les plateformes d'ECF en pratique

La France a mis en place une réglementation particulière et a reconnu un statut professionnel aux plateformes d'ECF par l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014. Ainsi, en France, les entreprises qui ouvrent leur capital via une plateforme d'ECF ne sont pas tenues à l'établissement d'un prospectus et à l'obtention du visa de l'AMF si le montant levé n'excède pas 1 million d'euros sur 12 mois consécutifs[3]. Cette adaptation réglementaire doit permettre de répondre aux besoins de financement des plus petites entreprises qui ne peuvent pas supporter la lourdeur, le coût et l'incertitude liés à la réglementation des offres au public de titres financiers. Elle est également liée aux innovations financières et notamment ici à l'utilisation du protocole internet dans le cadre de la levée de fonds. Cette modification de la réglementation s'est également accompagnée de la création de deux nouveaux statuts

[3] Si la plateforme a le statut de PSI (Prestataire en Services d'Investissement), ce seuil est remonté à 5 millions d'euros.

réglementés dont celui de Conseiller en Investissement Participatif (CIP)[4]. Les plateformes qui adoptent ces statuts sont inscrites au registre de l'ORIAS[5]. Ce statut de CIP donne une légitimité à la plateforme d'ECF et allège ses obligations vis-à-vis de l'information à délivrer aux investisseurs potentiels[6]. L'investissement via une plateforme d'ECF peut se faire de façon directe ou indirecte, via une société holding. Depuis le 1er janvier 2015, un double assouplissement a été introduit en ce qui concerne le recours à l'investissement indirect. Les avantages fiscaux sont les mêmes que l'investissement soit direct ou indirect et quel que soit le nombre d'investisseurs au sein de la holding. Enfin, les 3èmes Assises du Financement Participatif qui se sont tenues le 29 mars 2016 permettent de considérer sérieusement une continuité dans l'adaptation du cadre législatif français et par conséquent un accroissement de l'activité du *crowdfunding* en général et de l'ECF en particulier.

C'est dans ce cadre particulier que prennent place en France les opérations d'ECF menées par la plateforme. Les étapes d'un projet en ECF sont globalement les suivantes : prise de contact par le porteur de projet et dépôt d'un pré-projet suivi d'une présélection ; sélection par la plateforme avec ou sans l'aide d'experts externes (recours aux due-diligences) et éventuellement période de vote par la foule ; si le projet est retenu il est alors présenté sur la plateforme (il est nécessaire d'être enregistré comme investisseur sur cette plateforme pour avoir accès aux données et à l'information délivrée régulièrement pendant la période de levée de fonds) ; si la levée de fonds est un succès, les fonds sont ensuite versés à l'entreprise, et tous les contributeurs deviennent actionnaires. Commence alors la gestion de la période post-

[4] Selon les dispositions du Code monétaire et financier, les CIP sont « les personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement » mentionnées au 5 de l'article L. 321-1 portant sur des offres de titres de capital et de titres de créances définies par décret. Cette activité est menée au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ».

[5] Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances.

[6] L'utilisation du canal internet permet d'exclure la recommandation personnalisée. Le CIP doit procéder à un test du caractère approprié et non à un test d'adéquation ce qui réduit sa responsabilité engagée.

investissement (pacte d'actionnaires, création ou non d'une holding, autres mécanismes de gouvernance)[7].

Début avril 2016, on compte 31 plateformes ayant obtenu et conservé le statut de CIP[8]. Toutefois on remarque que parmi ces plateformes, certaines ne proposent que des projets immobiliers (Camberra Immo, Fundimo, Axymo, Lymo, Weeximmo, Crowdfunding Immo). Certaines plateformes n'ont encore apparemment aucune activité en ECF ou très faible (Investbook, Feedelios, Gwenneg, Greenchannel, Inidev, Kaalisi, Thegoodinvest, Winefunding, Capitall, Actphi et BoosterHealth) et certaines émanent d'une autre plateforme d'ECF (Angel Movies créée par Raizers et Crowd Avenue créée par Wiseed et la CCI Rhônes-Alpes). Parmi les autres plateformes certaines ont une activité importante et d'autres beaucoup moins. Si l'on retient les critères du nombre de projets financés et les montants levés depuis la création des plateformes, seules trois plateformes d'ECF présentent une activité soutenue : Wiseed, Anaxago et SmartAngels.

Nom	Date de création	Nombre de projets financés depuis la création	Montants levés depuis la création	Modèles de financement	Thématiques retenues
Anaxago	2012	71	31 883 352 €	Equity	Innovation, forte croissance
Smart Angels	2009	28	15 000 000 €	Equity	Forte croissance
Wiseed	2008	82	36 000 000 €	Equity	Innovation/ transition écologique / biotechs

Tableau 1 : Activité des trois principales plateformes d'ECF en février 2016[9]

[7] Pour des développements plus détaillés, notamment à partir du modèle économique de la plateforme Wiseed nous renvoyons le lecteur au chapitre 5 de l'ouvrage de Bessière et Stéphany (2014).
[8] Information obtenues sur le site de l'ORIAS.
[9] Ce tableau est extrait d'un tableau plus complet présenté dans une communication à venir (Deffains-Crapsky et al.,, Conférence Internationale de Gouvernance, Montpellier 17-18 mai 2016).

D’après ces données, notre terrain d’investigation pourrait se cantonner à ces trois plateformes. Ainsi, dans son guide 2016 à destination des investisseurs (la foule) Wiseed se présente comme la première plateforme d’ECF à avoir été créée dans le monde (2008). Parmi ses missions l’une est « *de contribuer au développement des modèles économiques de demain en finançant de jeunes entreprises innovantes* ». Concernant son modèle d’intervention, on peut lire : « *faciliter le co-investissement avec d’autres acteurs et faciliter la négociation de la sortie future des actionnaires individuels* ». De plus, en janvier 2016, Wiseed annonçait un partenariat de co-investissement avec Esfin Gestion (Groupe Crédit Coopératif). Sur le site de SmartAngels, on lit *« l’investissement dans les start-ups pour les particuliers et les professionnels* ». Ces informations restent très générales.

Toutefois, la réalité est plus complexe. Ainsi, la plateforme Sowefund est d’un intérêt particulier pour notre question de recherche. En effet, cette plateforme créée en décembre 2013 par trois personnes dont Benjamin Wattine, présenté sur la plateforme comme *serial* entrepreneur et BA, permet à la foule d’investir aux côtés d’investisseurs professionnels à savoir des BA. Des réseaux de BA, tel *IT Angels* ou *VAI Angels*, investissent dans les projets sélectionnés puis présentés sur la plateforme. Le principe de Sowefund est clairement le co-investissement entre la foule et des professionnels du capital-risque au sens général. D’ailleurs le ticket minimum pour la foule a été fixé à 100€. Bien évidemment, Sowefund comme les autres plateformes ayant le statut de CIP communique sur les risques de l’investissement dans une start-up mais aussi les possibilités de défiscalisation. Toutefois, ils insistent sur le fait que les investisseurs potentiels ont le même niveau d’information qu’un investisseur professionnel pour les aider

dans leur prise de décision d'investir ou non dans les projets présentés. En février 2016, Sowefund avait financé 9 projets pour un montant totalisant 2 380 000€[10].

Parallèlement au cas particulier de Sowefund, Agrawal et al. (2015) ont récemment publié un article au titre évocateur suivant : *« Are syndicates the killer app of Equity Crowdfuding ? »*. Ils étudient les raisons de la syndication entre investisseurs accrédités sur AngelList[11]. Ils avancent que la syndication règle les problèmes liés à la forte asymétrie d'information qui caractérise les start-ups. En effet, la syndication opérée par un investisseur professionnel leader permet de réintroduire la proximité indispensable entre cet investisseur et le porteur de projet. De plus, la réputation de ce dernier étant en jeu, les autres investisseurs peuvent être confiants dans sa capacité à repérer les cibles potentiellement créatrices de valeur. Contrairement aux plateformes d'ECF en France, AngelList est une plateforme dédiée aux investisseurs professionnels et la foule n'a pas accès aux propositions de financement. En France, FundMe a également lancé une offre *« Syndicate* ». Toutefois, la réglementation française étant différente, on peut lire dans la presse le témoignage suivant de Charles Degand, co-fondateur de FundMe : « *Syndicate est la fonctionnalité qui a permis à AngelList de véritablement décoller aux USA. Et personne n'offre ce service en France. Or comme la communauté Fundme d'investisseurs « qualifiés » a grandi très rapidement, nous avons non seulement beaucoup de leaders potentiels de Syndicates (serial Business Angels & VCs), mais également une masse de backers potentiels (tickets entre 5 et 20k€/startup)* ».

Ce commentaire est en lien direct avec la pratique de co-investissement entre la foule et des investisseurs professionnels.

En plus des nouvelles mesures annoncées par Emmanuel Macron le 29 mars 2016, l'Association Financement Participatif France et la Caisse des Dépôts et Consignations ont annoncé la signature d'un partenariat. Gabrielle Gauthey, Directrice des investissements et du

[10] Calcul effectué à partir des informations fournies sur la plateforme.

[11] Pour être inscrit en tant que BA sur AngelList il est indispensable d'avoir obtenu l'accréditation auprès de l'Etat américain. La SEC (Security And Exchange Commission fixe le revenu annuel et le patrimoine minimum de chaque demandeur).

développement local de la CDC s'est exprimée ainsi : « *Nous souhaitons co-investir et apporter nos projets d'investissement aux plateformes que nous aurons présélectionnées dans les domaines de la transition énergétique, l'économie sociale et solidaire, l'immobilier local et le tourisme* ».

Tous ces exemples justifient notre question de recherche quant aux déterminants d'une stratégie de co-investissement opérée par les plateformes d'ECF entre la foule et des BA. En effet, pourquoi et comment mettre en place une syndication efficace ? Qu'attend-on de cette syndication ? Afin de donner des éléments de réponse à cette question, il est utile de s'attarder un peu sur les enseignements des recherches académiques relatives aux spécificités et aux questionnements issus de la pratique de l'ECF.

II.2. Les premiers enseignements de la recherche en ECF

La pratique de l'ECF est récente et la littérature académique commence seulement à s'étoffer. Beaucoup de recherches relatives au *crowdfunding* se sont intéressées au modèle dit *reward-based*, c'est-dire don avec contrepartie (Kickstarter et Indiegogo par exemple). Il apparaît évident que les opérations d'ECF qui permettent à chaque membre de la foule de devenir actionnaire d'une jeune entreprise innovante sont d'une complexité bien plus importante et soulève de nombreuses questions quant à la gouvernance de cette foule. En revanche, les questions des motivations de la foule et de son rôle dans les projets financés peuvent présenter des points communs, d'où la nécessité de se référer en partie à cette littérature.

En plus des chiffres régulièrement publiés, l'accélération de l'utilisation de l'ECF est rapportée dans différentes recherches (Baeck et al., 2014 ; Collins et Pierrakis, 2012 : Hemer 2011). Dans une étude récente, Brown et al. (2015), soulignent que les recherches sur l'ECF se sont surtout intéressées à l'offre de financement et très peu à la demande. Notre recherche est également axée sur l'offre de financement puisque la décision de syndication se fait en amont de la

décision d'investissement. Dès lors, comme Giudici (2016), il est possible de distinguer trois volets. Tout d'abord, certaines recherches s'intéressent aux effets de l'apparition de ce mode de financement sur l'industrie financière classique. La question principale est alors de déterminer si ce mode de financement est complémentaire ou alternatif. Notre recherche présente s'inscrit totalement dans ce champ de recherche et nous adoptons le point de vue général qui se dessine clairement aujourd'hui, selon lequel il s'agit d'un financement complémentaire. D'autres recherches s'intéressent aux motivations des investisseurs et s'attardent sur les caractéristiques de la foule. En effet, la plateforme est le lieu où se constitue cette foule et comprendre comment elle se constitue est primordial. Il s'agit également de déterminer si ces investisseurs non professionnels sont capables de prendre une décision d'investissement en incertitude. Comme rapporté dans Girard et Deffains-Crapsky (2015), « Mollick et Nanda (2014) soulignent que malgré le rôle de plus en plus important joué par la foule, l'on sait peu de choses sur leur mode de prise de décision. Deux livres, cités par ces auteurs, offrent deux visions totalement opposées. L'un s'inquiète de « *the madness of crowds* » (Makay, 1852) tandis que l'autre vante « *the wisdom of crowds* » (Surowieki, 2004) ». Onnée et Renault (2014), partant de la polémique relative à l'appartenance ou non du *crowdfunding* au *crowdsourcing*, mettent en évidence, grâce à une approche netnographique sur les plateformes de don Ulule et KissKissBankBank, que le rôle de la foule « dépasse le seul financement pour s'emparer de leviers psychologiques au bénéfice du porteur de projet ». Toutefois, la question de savoir si la foule est capable d'évaluer la pertinence d'investir dans telles ou telles jeunes entreprise innovante, reste ouverte. Enfin, certaines recherches s'intéressent aux conditions de succès des campagnes de financement sur les plateformes d'ECF (Ahlers et al., 2015).

Finalement, notre recherche est liée à ces trois volets. Nous considérons l'ECF comme un mode de financement complémentaire qui peut se traduire par des stratégies de co-investissement et

par des partenariats de plus en plus souvent initiés par les plateformes. De plus, nous pensons que les plateformes d'ECF mettent en place ces stratégies de co-investissement car elles font appel à la foule, c'est-à-dire à des investisseurs non qualifiés ou non accrédités. Enfin, nous pensons que l'appel aux acteurs traditionnels de l'écosystème du financement de l'innovation en situation entrepreneuriale peut permettre un meilleur succès des opérations d'ECF. Afin d'apporter une justification à ce positionnement et une discussion, la partie suivante traite de la syndication et permet de cerner les motivations de cette pratique notamment dans le cadre du financement des jeunes entreprises innovantes.

II. La syndication : définition et motivations

Selon Wilson (1968), *« a syndicate is defined to be a group of individuals who must make a common decision under uncertainty that will result in a payoff to be shared jointly among them* ». Il s'agit d'une décision d'investissement en situation d'incertitude d'au moins deux investisseurs qui se partageront le retour financier sur investissement (*social return on investment*). La syndication peut intervenir dès le premier investissement ou de façon séquentielle. Les jeunes entreprises innovantes mais plus précisément les projets d'innovation technologique en situation entrepreneuriale présentent un besoin de financement et une forte asymétrie d'information (Denis, 2004), qui en font des projets aux revenus futurs incertains rendant ainsi difficile leur évaluation. Après avoir précisé la nature de ces projets, nous exposerons les motivations de la pratique de la syndication en capital-investissement, en insistant sur le financement externe des premiers stades de développement *(seed, start-up, early stage*).

I.1. Les projets d'innovation technologique entrepreneuriale et leur financement

L'innovation et l'entrepreneuriat apparaissent comme les vecteurs clés de la relance économique car, « *l'innovation est un processus complexe multi-acteurs et beaucoup d'éléments contextuels sont à prendre en compte pour caractériser la créativité d'un pays ou d'un territoire quelconque* » (Heraud et Lachman ,2015). Le manuel d'Oslo (2005)[12] offre de son côté une définition large de l'innovation qui permet de distinguer les innovations issues du système opérationnel, de celles provenant du système social car « *la technologie ne suffit pas pour générer des sociétés dynamiques et créatives* » (Klein et Laville 2014, p.7). BpiFrance[13] rejoint cette approche lorsqu'elle distingue l'innovation organisationnelle, l'innovation commerciale et l'innovation sociale.

Ainsi, l'innovation est plurielle et ne concerne pas uniquement les dépenses en recherche-innovation-développement des grands groupes. En ce qui concerne le financement de l'innovation technologique en situation entrepreneuriale, il s'agit de projets d'innovation technologique au sens développement de nouveaux produits et/ou services caractérisés par l'incertitude[14] et, à ce titre, par une difficulté d'accès au financement externe d'amorçage ou des premiers stades de développement. Heraud et Lachman (2015), faisant suite à Adam et Farber (1994), montrent comment les politiques publiques évoluent pour mettre en place un écosystème[15] national ou régional permettant la mise en réseau des acteurs du financement et de l'accompagnement et, de plus en plus, autour des questions de société (transition énergétiques, Economie Sociale et Solidaire,…). L'objectif est de stimuler en développant un environnement favorable à l'innovation et à son financement. Le financement de ces projets est

[12] « *une innovation est la mise en oeuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé (de production) nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques d'une entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures* ».
[13] Livre Jaune, « Innovation nouvelle génération », 2015.
[14] S'il est possible d'attacher des probabilités calculées *a priori* aux différents états de la nature futurs, on parlera de situation risquée mais devant l'impossibilité de les évaluer, on passe d'une situation de risque à une situation d'incertitude (Knight, 1921). Le cadre de financement de la start-up peut ainsi se résumer à l'incertitude sur les différents paramètres du projet
[15] Rapport Banc (2004), Rapport Beylat-Tambourin (2013)

un financement d'amorçage ou de début de développement. Il concerne un stade caractérisé par des incertitudes technologiques et commerciales (Huang et Pearce, 2015).

Il s'agit de financer des actifs intangibles et une absence de profit, et aucun historique n'existe. Vanacker et Manigart (2010) ont montré l'importance d'un apport en fonds propres externes et l'inadéquation d'un financement bancaire. Berger et Udell (1998) évoquent la crainte de *risk shifting,* selon lequel le porteur de projet pourrait s'engager dans des projets de niveau de risque plus élevé que celui pour lequel le financement bancaire a été obtenu.

Toutefois, l'insuffisance des dispositifs classiques[16] et des politiques publiques est encore soulignée, et le manque de financement (ou « *equity gap* ») est régulièrement précisé. En France, ce manque de financement est estimé à 4 milliards d'euros. Il concerne essentiellement la tranche entre 500 K€ et 2 millions d'euros, soit après l'intervention des BA et avant la contribution du capital risque formel (VC)[17]. Il existe également un besoin de financement une fois que les apports des amis et de la famille, ainsi que les aides publiques et les fonds personnels du porteur de projet, ont été épuisés[18].

I.2. La syndication dans le financement des jeunes entreprises innovantes

La syndication, ou co-investissement a été étudiée dans les opérations de capital-investissement (Dorénavant, CI). Toutefois, le concept de capital-investissement est large et hétérogène. Le financement par le CI concerne des entreprises de taille, de degré de développement et de secteurs d'activité très divers, et certains fonds sont spécialisés en financement social et solidaire (Le Pedeven, 2013 ; Glémain et Taupin, 2009) ou dans certaines étapes du capital-risque[19]. Quant aux BA, ils font partie de la branche du CI informel et ont la particularité

[16] Le capital-risque formel est de moins en moins présent en raison de la conjoncture économique et de l'obligation de rentabilité vis-à-vis de ses partenaires qui sont en grande partie des investisseurs institutionnels (Smith et Cordina 2014).
[17] Institut de Recherche pour la démographie des entreprises (www.irdeme.org).
[18] En effet, si les montants investis par les BA ont augmenté en 2015 (41,2 millions d'euros investis), ils étaient en baisse depuis plusieurs années en France.. Selon l'Association France Angels, en 2014, 36,5 millions ont été investis contre 41 millions d'euros en 2013, 40 millions en 2012 et plus de 44 millions en 2011.
[19] Il existe une importante diversité des acteurs du capital-risque selon le stade de développement les entreprises financées.

d'investir directement leur fonds personnels dans des projets généralement en amorçage, contrairement aux fonds de CI qui eux collectent les fonds d'investisseurs divers et les investissent dans des entreprises qu'ils ont sélectionnées. Si le champ d'intervention des différents acteurs du financement des jeunes entreprises innovantes, voire des projets innovants, n'est pas clairement défini, les BA se définissent d'abord par leur intervention précoce dans la vie de ces entreprises ou projets à fort potentiel de croissance (Mason et Harrison, 1995 ; Morrissette, 2007). Les BA représentent les premiers investisseurs externes dans les jeunes entreprises. C'est à ce titre qu'il est intéressant de considérer cet acteur particulier et ses relations avec les plateformes d'ECF.

Desbrières (2015) dresse une synthèse de la littérature quant aux motivations financières, cognitives et économiques de cette pratique. Comme l'a exposé Lerner (1994), la première motivation est relative à une stratégie de diversification des risques, tandis que la seconde est liée à la sélection des projets. Ces deux premières motivations sont étroitement liées à la nature des projets financés qui sont caractérisés par une forte asymétrie d'information et la nécessité, pour les investisseurs potentiels, de mettre en place des dispositifs permettant de réduire cette asymétrie. Ainsi, en réduisant le montant investi, la syndication permet une réduction de l'exposition au risque mais également une meilleure sélection par un partage des expertises. Les deux autres motifs de syndication sont liés aux retombées futures de cette pratique. Ainsi, les sociétés de CI espèrent bénéficier de nouvelles opportunités d'investissement apportées par leurs précédents co-investisseurs. De plus, l'expertise additionnelle apportée par les co-investisseurs peut s'avérer fort utile lors des phases de post-investissement.

En 2006, Manigart et al. étudient la décision de syndication de sociétés de capital-risque de six pays européens et comparent leurs résultats à ceux préalablement obtenus aux Etats-Unis. Selon leurs résultats, la motivation financière prédomine. Ainsi, l'optimisation de la gestion de portefeuille de participations apparaît comme la principale motivation de syndiquer des

financements en CI et ce quel que soit le stade de développement de l'entreprise financée. Toutefois, selon leurs résultats la motivation liée à la recherche d'une optimisation de la sélection des projets est plus marquée dans le cadre des opérations de financement de jeunes entreprises.

Ferrary (2010) s'est intéressé à la syndication lors du financement de start-ups. Son étude porte uniquement sur les sociétés de capital-risque formel. Il étudie le comportement d'investissement de ces sociétés et leurs relations avec les entreprises financées. Partant de la constatation que le pratique de syndication est largement répandue, il distingue quatre types d'investisseurs relevant du VC dans les start-ups en fonction du stade de développement du projet financé (*seed stage*, *early stage*, *expansion stage* et *later stage*). De plus, il fait une distinction très nette entre le premier stade de financement et les trois suivants. Ainsi, les projets innovants en démarrage sont caractérisés par l'incertitude alors qu'ils deviennent risqués par la suite. A l'aide d'un échantillon constitué de 2715 tours de financement syndiqués en VC en 2005 aux Etats-Unis, il teste différentes hypothèses issues de la théorie des réseaux sociaux et de la théorie des ressources. Selon ses résultats, lors du premier stade de développement, 65% des opérations ne sont pas syndiquées et 21,25% sont réalisées grâce à deux investisseurs seulement. L'explication est selon lui liée au faible montant nécessaire à ce premier stade de développement mais aussi à la nécessité de développer des liens forts entre l'investisseur et l'entrepreneur afin de faire passer le projet d'incertain à seulement risqué et d'attirer ainsi de nouveaux investisseurs et de développer la syndication dans les stades suivants. Selon Harrison et Mason (2000) qui s'intéressent à l'activité des BA, ces derniers jouent également un rôle spécifique aux tous débuts de la vie d'un projet et préparent ainsi les étapes de financement suivantes.

Bonnet et Wirtz (2012) apportent encore un autre éclairage sur les motivations de la syndication dans le financement de jeunes entreprises technologiques en forte croissance. Ils s'intéressent

au co-investissement faisant appel en même temps à des BA et des professionnels du capital-risque formel. A l'aide d'une étude de cas approfondie ils désirent comparer la pertinence de l'approche cognitive et du cadre de la théorie de l'agence pour expliquer le processus d'interaction entre les nouveaux investisseurs eux-mêmes et l'entrepreneur. Ils insistent sur la différence entre l'asymétrie d'information et l'asymétrie de connaissance. Si l'asymétrie d'information entraîne des conflits d'agence qu'il conviendra par la suite de gérer, l'asymétrie de connaissance est liée à une incompréhension entre deux acteurs, ici l'entrepreneur et l'investisseur, quel qu'il soit. Enfin, ils rappellent que la gouvernance disciplinaire ne permet pas de pallier cette asymétrie de connaissance. Seul l'investissement en temps consacré au projet et à son porteur pour mieux comprendre l'objectif de l'ouverture de capital, pourront permettre une meilleure compréhension mutuelle. Ce dernier rejoint les développements proposés par Ferrary (2010).

Ces différents motifs et résultats liés à la syndication doivent être analysés par rapport au fonctionnement des opérations d'ECF et aux enseignements tirés de la revue de la littérature relative à cette nouvelle pratique.

III. Les déterminants du co-investissement en ECF : discussion

Les étapes d'une opération d'ECF rappellent celle d'une opération de capital-risque et les raisons du recours à la syndication nous semblent s'appliquer, au moins en partie, à l'ECF. Tout d'abord, dans une perspective financière, les objectifs peuvent être de diversifier le portefeuille de participations afin d'en diminuer son risque (mobilisant des montants moindres, il est possible d'investir dans plus de projets et d'être moins sensible à la faible liquidité de chaque actif) et/ou de faire face dans le futur à la nécessité de participer à de nouvelles augmentations de capital. Ensuite, l'approche fondée sur les ressources permet de mettre l'accent sur les apports cognitifs de la syndication à travers le partage d'informations, de connaissances et de

compétences qu'elle permet (Stévenot, 2007 ; Bonnet et Wirtz, 2012) au moment de la sélection, puis de la gestion des investissements. Enfin, l'approche économique fait référence à la nécessité, pour tout apporteur de capitaux, de disposer d'un flux d'affaires suffisant et de qualité afin de sélectionner les meilleurs projets. Discutons chacun de ces apports pour la foule, les BA, la plateforme et le porteur de projet.

III.1. La motivation purement financière

Sur une plateforme d'ECF, il y a par nature du co-investissement entre tous les membres de la foule qui décident de financer le même projet. C'est d'ailleurs l'une des forces de ce mode de financement via une plateforme internet qui permet de rassembler rapidement et à faible coût une communauté d'investisseurs. De plus, cet avantage du co-investissement qui consiste à jouer sur la masse des investisseurs afin que chacun apporte peu et limite son exposition au risque est l'une des caractéristiques largement mise en avant. La question qui se pose ici est celle de cette motivation financière lorsque la foule investit auprès de BA. Il est évident que son exposition au risque diminuera pour un même montant à lever. Toutefois, il semble que l'intérêt concerne plus le BA qui sans la foule devrait investir plus ou trouver d'autres co-investisseurs à des coûts peut-être plus élevés. Sowefund et le Syndicat FundMe.semblent s'inscrivent dans cette logique.

En ce qui concerne les dirigeants de la plateforme et le porteur de projet, ils ne sont pas directement concernés par le souci de diversification de la foule et du BA.

Ainsi, nous pouvons émettre la proposition qui suit.

Proposition 1 : La motivation financière de la syndication selon laquelle cette pratique permettrait d'augmenter la diversification et de diminuer l'exposition au risque des investisseurs concernés, ne s'applique pas à la foule mais plutôt aux BA.

En ce qui concerne le développement futur de l'entreprise financée, Ferrary (2010) et Bonnet et Wirtz (2012) ont rappelé le rôle du premier investisseur pour permettre les phases suivantes d'investissement. La question est de savoir si la présence d'un investisseur professionnel au capital de l'entreprise dès le premier appel au financement externe accroît la capacité de l'entreprise à trouver de nouveaux apporteurs de capitaux et permet ainsi à la foule de sortir et au projet de poursuivre sa croissance et éviter ainsi le problème de *l'equity gap*. Ceci serait positif pour la plateforme qui pourrait plus facilement envisager la sortie de la foule. Nous énonçons la proposition 2 de la façon qui suit.

Propositon 2 : La présence d'au moins un BA au capital d'un projet lors du premier financement par ECF peut accroître les possibilités de sortie de la foule et l'entrée de nouveaux apporteurs de capitaux pour financer la croissance future de l'entreprise.

III.2. Les motivations cognitives

L'approche cognitive concerne la phase de sélection des projets puis la période post-investissement. Nous discutons chaque phase séparément.

L'identification puis la sélection des projets est une phase très délicate lorsqu'il s'agit de projets encore en phase d'exploration ou au tout début d'une phase d'exploitation (March, 1991). Plus les projets se rapprochent de leur phase de maturité, plus les éléments pour procéder à une évaluation seront accessibles en quantité et qualité suffisante. Toutefois, si l'on consulte les sites des plateformes Wiseed, Anaxago, SmartAngels et Sowefund et d'autres, on constate que les start-ups sont une cible prioritaire puisque les thématiques retenues sont l'innovation, le fort potentiel de croissance ou les biotechnologies, par exemple. Dès lors, plusieurs questions se posent :

- La plateforme est-elle capable de faire une première sélection des projets déposés sur son site ?

- Est-ce que la foule est capable d'évaluer les projets présentés sur la plateforme, ce qui renvoie à la question de la composition de la foule ?

Les caractéristiques des BA ont été largement étudiées. Ainsi ces acteurs ont l'habitude d'intervenir en amorçage (Denis, 2004) lorsqu'il faut comprendre ce que représente le projet et consacrer du temps afin de percevoir le potentiel de création de valeur. Selon Dubocage (2006) les projets financés par les BA sont disruptifs. La radicalité et la précocité des investissements réalisés habituellement par les BA en font des acteurs habitués à prendre des décisions en situation d'incertitude (Bonnet et al., 2015).

Si la foule n'est pas constituée d'experts pouvant être assimilés à des BA, les compétences reconnues des BA pour identifier et sélectionner les projets en phase d'amorçage plaident en faveur de l'approche cognitive. Cela nous permet d'énoncer la proposition 3.

Proposition 3 : Selon la composition de la foule, cette dernière peut être rassurée par la présence de BA comme co-investisseurs et la présence de ces derniers peut permettre d'attirer plus de contributeurs et d'augmenter la probabilité de succès de la campagne d'ECF.

La période post-investissement fait appel à la gouvernance disciplinaire et cognitive de l'entreprise financée sur une plateforme d'ECF. En termes de gouvernance de la foule après la levée de fonds en ECF, Bessière et Stéphany (2015b) distinguent deux modes : le mode « de club » et la création d'une holding regroupant l'ensemble de la foule. Les auteurs discutent alors des dimensions disciplinaire et cognitive de la gestion de la foule et des interactions attendues par le porteur de projet avec la foule (Belleflamme et al., 2014). En effet, comme l'on montré Onnée et Renault (2014), les entrepreneurs qui font appel au CF désirent, comme dans le *crowdsourcing* bénéficier de l'intelligence collective de la foule. La question est de savoir,

selon le mode club ou holding proposé par la plateforme, si la présence d'un BA comme co-investisseur avec la foule augmentera ou diminuera la possibilité pour le porteur de projet d'interagir avec la foule. En effet, les BA sont également réputés pour leur accompagnement après la levée de fonds et leur investissement auprès des entrepreneurs. Ceci nous amène à la proposition 4.

Proposition 4 : La présence de BA dans le même tour de financement que la foule a une influence sur l'interaction entre cette foule et le porteur de projet et cette influence peut différer selon que le mode de gouvernance post investissement choisi est sous la forme d'un club ou d'une société holding.

III.3. La motivation économique

Les plateformes d'ECF comme les autres plateformes de CF sont des plateformes bi-faces. A ce titre elles doivent, d'une part, attirer des projets, les sélectionner et les présentés sur la plateforme et, d'autre part, donner envie à la foule d'investir dans ces projets.

Pour assurer un flux d'affaires conséquent en termes de projets potentiellement créateurs de valeur, est-ce que le flux apporté sur la plateforme par les porteurs de projets eux-mêmes suffit ? Cela dépend de l'encastrement des dirigeants de la plateforme dans l'écosystème du financement de l'innovation entrepreneuriale. Cet encastrement est lié à leurs études, à leurs expériences professionnelles précédentes et à leur réseau personnel. Notre dernière proposition porte sur ce point.

Proposition 5 : Le profil des dirigeants de la plateforme a un impact sur leur besoin de faire appel au co-investissement avec des BA dans l'objectif d'accroître le flux de projets à financer sur leur plateforme.

Chacune de ces propositions devra être approfondie et testée par la mise en place d'études empiriques diversifiées et qu'il conviendra de bien définir afin d'appréhender au mieux la complexité des relations en jeu et apporter des éléments actionnables aux dirigeants de ces plateformes.

IV. Conclusion

Ce travail préliminaire a cherché à définir l'intérêt de la syndication pour les projets innovants en situation entrepreneuriale dans le cadre d'opérations d'ECF. Nous avons discuté le point de vue des quatre acteurs concernés : la foule, le BA, le porteur de projet et la plateforme représentée par ses dirigeants. La revue de littérature relative à la pratique de la syndication dans les opérations de capital-investissement et surtout de capital risque a permis d'identifier les quatre principales motivations de cette pratique. La recherche académique sur le *crowdfunding* se développe mais est encore à ses débuts. Il en est de même pour l'ECF. Notre recherche s'inscrit dans les travaux sur l'offre de financement en ECF puisque la décision de syndication se fait en amont de la décision d'investissement. Posant comme postulat que les plateformes d'ECF sont un mode de financement complémentaire à celui apporté par les BA, nous avons relevé plusieurs situations prouvant la pratique du co-investissement simultané entre la foule et des BA. Ainsi, nous pouvons affirmer que les plateformes d'ECF tendraient à mettre en place des stratégies de co-investissement avec des acteurs classiques du financement que sont les BA. Nous n'avons pas cherché à caractériser ces stratégies et c'est sans doute une limite de notre travail. Toutefois, seulement trois plateformes d'ECF apparaissent très actives et Sowefund, moi active, est la seule plateforme qui pratique systématiquement le co-investissement avec des BA. De plus, le Syndicat FundMe qui utilise aussi le protocole Internet se développe. Notre démarche abductive nous a amené à énoncer des propositions permettant d'identifier les avantages et les inconvénients ou la neutralité de cette pratique selon une

approche financière ou une approche cognitive. Ces éléments nous orientent alors à poursuivre nos démarches d'investigation pour tester cette esquisse de modèle explicatif des déterminants des stratégies de co-investissement mises en place par les dirigeants des plateformes d'ECF. Tout d'abord, il serait intéressant de tester les motivations du recours à la syndication à travers l'étude des projets financés sur une plateforme d'ECF par syndication. Etant donné la complexité des interrelations et la présence de quatre acteurs, il faudrait réaliser une ou deux études de cas approfondies. Cela permettrait de mieux comprendre le rôle de la foule dans les opérations d'ECF selon d'autres dispositions prises par la plateforme (ticket d'entrée, holding ou club, investissement de la plateforme elle-même, …). Ensuite, à l'instar de l'étude de Ferrary (2010) et de celle de Bonnet et Wirtz (2012), considérer le stade de développement du projet financé afin de tester ces motivations, apparaît indispensable afin de mieux comprendre d'autres pratiques de syndication, telle qu'une syndication séquentielle. Il serait nécessaire de considérer d'autres acteurs de l'écosystème de l'innovation et s'intéresser de façon plus approfondie aux thématiques retenues lors de la sélection des projets à financer.

Bibliographie :

Adam, M-C.et Farber, A., (1994), *Le financement de l'innovation technologique. Théorie économique et expérience européenne.* Paris, Gestion-PUF.

Agrawal, A., Catalini, G. & Goldfard, A. (2015), « Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? », *MIT Sloan Research Paper*, n° 2569988.

Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C. & Schweizer D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39 (4), 955-980.

Baeck, P., Collins, L. & Zhang, B. (2014), « Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report 2014 », London, Nesta.

Baccini, Alain. Statistique Descriptive Multidimensionnelle. Version de mai 2010, Institut de Mathématiques de Toulouse (UMR CNRS 5219).

Belleflamme, P., Lambert, Th. and Schwienbacher, A., (2014). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *Journal of Business Venturing* 29 (5), 585-609.

Berger, A. & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.

Bessière, V. et Stéphany E. (2015a). *Le Crowdfunding : fondements et pratiques*, De Boeck, Louvain-La-Neuve, 2015.

Bessière, V. et Stéphany, E. (2015b). Financement et gouvernance des start-ups en equitycrowdfunding, *Finance Contrôle Stratégie (en ligne)*, vol 18 (4), mis en ligne le 27 octobre 2015, consulté le 24 février 2016. URL : http://fcs.revues.org/1684.

Bonnet, C.et Wirtz, P. (2012). Raising capital for rapid growth in young technological ventures: when business angels en venture capitalists co-invest. *Venture Capital*, Vol 14(2-3), 91-110.

Bonnet, C., Wirtz, P. & Haon, C. (2013). Liftoff : when strong growth is predicted by angels and fuelled by professional venture funds. *Revue de l'Entrepreneuriat*, Vol 12(4), 59-78.

Brown, R., Mawson, S., Rowe, A. & Mason, C. (2015). Harnessing the Crowd: The demand-side dynamics of Equity Crowdfunding in nascent entrepreneurial ventures, *Working Papers in responsible banking & finance*, WP N°15-009, University of St Andrews.

Certhoux, G. et Rédis, J. (2015). Business Angels et Plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires ? *Entreprendre & Innover*, 25 (2), 49-61.

Collins, L. & Pierrakis, Y. (2012), « The venture crowd: Corowdfunding equity investment into business », London, Nesta.

Denis, D. (2004). Entrepreneurial Finance: an Overview of the Issues and Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10 (2), 301-326.

Desbrières, P. (2015). *Le rôle de la syndication des capital-investisseurs dans le financement de l'innovation.* In Bessière, V. et Stéphany, E., « Le Financement de l'innovation : nouvelles perspectives théoriques et pratiques », De Boeck, Louvain-La-Neuve, 2015.

Dubocage, E. (2016). L'évaluation de start-up par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme. *Vie & Science de l'entreprise*, n°173(4), 9-18.

Ferrary, M. (2010). Syndication of Venture Capital Investment : The art of ressource pooling. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol 34 (5), 885-907.

Glémain, P.et Taupin, M-T., (2009). Les nouvelles stratégies des finances dites « solidaires » en France. *Economie et Solidarités-Revue du CIRIEC Canada,* vol 38(1), 89-111.

Girard, C. et Deffains-Crapsky, C. 2015. Les enjeux de gouvernance de l'Equity Crowdfunding : le rôle central de la plateforme internet. *14ème conférence Internationale de Gouvernance*, Québec, 1er et 2 juin.

Giudici, G. (2016). *Equity Crowdfunding of an entrepreneurial activity*. In "International studies in Entrepreneursip, Chapter 20. Springer International Publishing Switzerland, D. Audretsch et al. (eds).

Harrison, R. et Mason, C. (2000). Venture capital market complemetaries: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, Vol 2(3), 223-242.

Hemer, J. (2011), « A snapshot on crowdfunding », (N°R2/2011). *Working Papers firms and region*. Karlsruhe, Germany: Fraunhofer ISI.

Heraud, J-A. et Lachmann, J. (2015). L'évolution du système de recherche et d'innovation : ce que révèle la problématique du financement dans le cas français. *Innovations*, 46 (1), 9-32.

Hornuf, L. & Schwienbacher, A. (2014). Crowdinvesting – Angel Investing for Masses?, in *Handbook of Research on Venture Capital* : Volume 3. Business Angels.

Huang, L. et Pearce, J. (2015). Managing the unknowable – The effectiveness of eraly-stage investor gut feel in entrepreneurial investment decisions. *Administrative Science Quaterly*, Vol 60(4), 634-670.

Klein, J-L., Laville, J-L., (2014), *L'innovation sociale.* Paris, érès.

Le Pedeven, B. (2013). Le Capital-Investissement à vocation sociale existe-t-il en France ? *Entreprendre & Innover*, 14 (1), 44-56.

Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management, vol.* 23, n° 3, pp. 6-27.

Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wrirght, M., Landström, H., Bruining, H., Desbrière, P. et Hommel, U. (2006). Venture Capitalist's Decision to Syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol 30(2), 131_153.

March, J. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. Organization Science, Vol 2(1), 71-87.

Mason, C. et Harrison, R. (1995). Clsing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small Business Economics*, Vol 7, 153-172.

Mollick, E. R. et Nanda, R. (2014). Wisdom or madness? Comparing crowds with expert evaluation in funding the arts. *Harvard Business School Entrepreneurial Management working paper*, n° 14-116.

Morrissette, S. (2007). A profile of Angel Investors. *Journal of Private Equity*, Vol 10(3), 52-66.

Onnée , S. et Renault, S. (2014), Crowdfunding : vers une compréhension du rôle joué par la foule. *Management et Avenir*, Vol 74 (8), 117-133.

Smith, J. A., & Cordina, R. (2014). The role of accounting in high-technology investments. *British Accounting Review*, *46*(3), 309–322.

Stephany, E. (2015). *Le financement par les business angels*. In Bessière, V. et Stéphany, E., « Le Financement de l'innovation : nouvelles perspectives théoriques et pratiques », De Boeck, Louvain-La-Neuve, 2015.

Stévenot, A. (2007). Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites. *Finance, Contrôle, Stratégie*, 10 (4), 141-178.

Surowiecki, J. (2004). The Wisdom of Crowds. *New York, NY:W. W. Norton & Company, Inc.*

Vanacker, T. R. et Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high growth companies seeking financing. *Small Business Economics* 35, 53-69.

Wilson, R. (1968). The Theory of Syndicates. *Econometrica*, vol 36(1), 119-132.

Les autres documents de travail du GRANEM accessibles sur le site Web du laboratoire à l'adresse suivante : (www.univ-angers.fr/granem/publications) :

Numéro	Titre	Auteur(s)	Discipline	Date
2008-01-001	The Cognitive consistency, the endowment effect and the preference reversal phenomenon	Serge Blondel, Louis Lévy-Garboua	Théorie du Risque	octobre 2008
2008-02-002	Volatility transmission and volatility impulse response functions in European electricity forward markets	Yannick Le Pen, Benoît Sévi	Econométrie Appliquée	octobre 2008
2008-03-003	Anomalies et paradoxes dans le cas des choix alimentaires : et si les carottes n'étaient pas oranges ?	Serge Blondel, Christophe Daniel, Mahsa Javaheri	Economie Expérimentale	octobre 2008
2008-04-004	The effects of spatial spillovers on the provision of urban environmental amenities	Johanna Choumert, Walid Oueslati, Julien Salanié	Economie du Paysage	octobre 2008
2008-05-005	Why do rational people vote in large elections with costs to vote?	Serge Blondel, Louis Lévy-Garboua	Théorie du Risque	novembre 2008
2008-06-006	Salaires, conditions et satisfaction au travail	Christophe Daniel	Economie du Travail	novembre 2008
2008-07-007	Construction communicationnelle du stock de connaissances de la compétence collective – Contribution à partir d'une conversation.	Nicolas Arnaud	Gestion des Ressources Humaines	décembre 2008
2008-08-008	On the non-convergence of energy intensities: evidence from a pair-wise econometric approach	Yannick Le Pen, Benoît Sévi	Econométrie Appliquée	décembre 2008
2008-09-009	Production of Business Ethics	Guido Hülsmann	Economie Politique	décembre 2008
2008-10-010	Time preference and investment expenditure	Guido Hülsmann	Economie Politique	décembre 2008
2008-11-011	Le marché de la photographie contemporaine est-il soluble dans celui de l'art contemporain ?	Dominique Sagot-Duvauroux	Economie de la Culture	décembre 2008
2008-12-012	The newsvendor problem under multiplicative background risk	Benoît Sévi	Microéconomie de l'Incertain	décembre 2008
2009-01-013	Complémentarité de la collaboration électronique et de l'investissement relationnel : étude de cas exploratoire d'un SIIO dans le secteur du meuble	Redouane Elamrani, Nicolas Arnaud	Organisation	avril 2009
2009-02-014	On the realized volatility of the ECX CO_2 emissions 2008 futures contract: distribution, dynamics and forecasting	Julien Chevallier, Benoît Sévi	Finance	mai 2009
2009-03-015	The communicational making of a relation-specific skill: contributions based on the analysis of a conversation to strategy-as-practice and resource-based view perspectives	Nicolas Arnaud	Stratégie	juin 2009
2009-04-016	Le droit d'auteur, incitation à la création ou frein à la diffusion ? Une analyse empirique du cas de la création télévisuelle	Françoise Benhamou, Stéphanie Peltier	Economie de la Culture	septembre 2009
2009-05-017	Diversity analysis in cultural economics: theoretical and empirical considerations	Françoise Benhamou, Renato G. Flôres Jr., Stéphanie Peltier	Economie de la Culture	septembre 2009
2009-06-18	L'épargne retraite en entreprise : un état des lieux au regard de l'expérience américaine	Fabrice Pansard, Bruno Séjourné	Finance	septembre 2009
2009-07-19	Options introduction and volatility in the EU ETS	Julien Chevallier, Yannick Le Pen, Benoît Sévi	Econométrie Appliquée	septembre 2009
2009-08-20	Modeling strategic interactions between firms and local authorities – The case of a biotechnology cluster	Alain Berro, Isabelle Leroux	Economie des réseaux	septembre 2009
2009-09-21	The strategy adopted by non-profit care services organizations in dealing with the new French regulatory system: strategic coalitions and reterritorialisation of activities	Isabelle Leroux, Laurent Pujol, Eric Rigamonti	Economie Sociale	novembre 2009
2009-10-22	Une nouvelle lecture du territoire par la limite	Jean-Claude Taddei	Territoire	novembre 2009
2010-01-23	Adoption of new identity-based services: Proposition of a conceptual model based on TAM, DOI and perceived risks	Caroline Lancelot Miltgen	e-marketing	juillet 2010
2010-02-24	Young Europeans' motivations, perceived risks and requirements regarding electronic identification : Some comparative results from focus groups in four EU27 countries	Caroline Lancelot Miltgen	e-marketing	décembre 2010
2010-03-25	Analyse du risque de non-exécution des ordres à la bourse de Paris	Angélique Aubier Piron	Finance	décembre 2010
2011-01-26	Who cares? Europeans' attitudes towards the disclosure of personal identity data	Caroline Lancelot Miltgen, Margherita Bacigalupo, Wainer Lusoli	Systèmes d'information et e-marketing	janvier 2011
2011-02-27	Le rôle des Business Angels dans le financement de l'innovation radicale.	Catherine Deffains-Crapsky	Finance entrepreneuriale	avril 2011
2011-03-28	The EU Financial Reform facing the Global Context	Dominique Perrut	Economie financière	mai 2011
2011-04-29	A simple test of the sustainable development hypothesis	Serge Blondel	Economie expérimentale	septembre 2011
2011-05-30	Evaluation d'un nouveau produit alimentaire : le rôle de la congruence et du packaging	Gaëlle Pantin-Sohier et Caroline Lancelot Miltgen	Comportement du consommateur	octobre 2011
2011-06-31	Une mesure de risque extrême agrégée : risque de marché et risque de liquidité	Angélique Aubier-Piron	Finance	octobre 2011
2011-07-32	When should a French Investor use a Dollar-Cost Averaging Strategy?	Philippe Compaire et Bruno Séjourné	Finance	octobre 2011
2011-08-33	Conformisme à la norme et performance : la franchise dans le mix organisationnel	Christophe Daniel, Regis Dumoulin et Claire Gauzente	Stratégie et organisation	octobre 2011
2011-09-34	The structure of production reconsidered	Guido Hülsmann	Economie politique	décembre 2011
2012-01-35	The quality of private monitoring in European banking: completing the picture	Adrian Pop et Diana Pop	Economie financière	février 2012
2012-02-36	Urban sprawl occurrence under spatially varying agricultural bid-rent and amenities	Thomas Coisnon, Walid Oueslat et Julien Salanié	Economie urbaine	septembre 2012
2012-01-37	Le renouveau du paiement du dividende en actions	Caroline Marie-Jeanne	Finance	mars 2012

2013-01-38	Spatial targeting of agri-environmental policy and urban development	Thomas Coisnon, Walid Oueslat et Julien Salanié	Economie urbaine	février 2013
2013-02-39	Fiat Money and the Distribution of Incomes and Wealth	Jörg Guido Hülsmann	Economie politique	novembre 2013
2014-01-40	Determinants of urban sprawl in European cities	Walid Oueslati, Seraphim Alvanides et Guy Garrodc	Economie urbaine	janvier 2014
2014-02-41	Financial Markets and the Production of Law	Jörg Guido Hülsmann	Economie politique	juin 2014
2014-03-42	Organisation des filières bananes ivoiriennes : Une étude de terrain expérimentale	Serge Blondel, Rodrigue Brin et Camille Koffi	Economie expérimentale	septembre 2014
2014-04-43	How fair are the fair price standards in blockholder regimes?	Adrian Pop et Diana Pop	Finance	septembre 2014
2015-01-44	The nature and impacts of environmental spillovers on housing prices: A spatial hedonic analysis	Masha Maslianskaia-Pautrel et Catherine Baumont	Economie de l'environnement	février 2015
2015-02-45	The Old Economics of Science, the Nonlinear Model of Innovation, and the Economics of Patents	Matthieu Ballandonne	Histoire de la pensée économique	mai 2015
2015-03-46	How Private Happiness Involves Greater Economic and Social Efficiency? A New Paradigm Adapted to the World Knowledge Economy	Camille Baulant	Intelligence économique	novembre 2015
2016-01-47	Les déterminants de la syndication avec les Business Angels dans les opérations d'Equity Crowdfunding : le cas français	Catherine Deffains-Crapsky, Thibault Cuenoud and Pascal Glemain	Finance	mai 2016