

Contrôler pour la foule? Le cas des plateformes d'equity-crowdfunding

Ingrid Fasshauer

► **To cite this version:**

Ingrid Fasshauer. Contrôler pour la foule? Le cas des plateformes d'equity-crowdfunding. Revue Française de Gestion, Lavoisier, 2016, Coopérations et réseaux, 42 (259), pp.51-68. 10.3166/rfg.2016.00070 . hal-02276006

HAL Id: hal-02276006

<https://hal-upec-upem.archives-ouvertes.fr/hal-02276006>

Submitted on 2 Sep 2019

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.

CONTROLLER POUR LA FOULE ? LE CAS DES PLATEFORMES D'EQUITY-CROWDFUNDING

Ingrid Fasshauer, Maître de Conférences, UPEM, IFIS, laboratoire Dicen-IDF, EA 7339

Résumé : Le financement participatif, phénomène en plein essor, se positionne comme un moyen alternatif de financer les PME en faisant appel à la « foule », ensemble d'investisseurs non experts. Chargées par le législateur de donner des garanties à ces nouveaux investisseurs, les plateformes proposent des approches différenciées de la sélection et du suivi des entreprises financées en fonction du degré d'implication respectif des investisseurs et de la plateforme. A travers une étude de cas portant sur une plateforme d'equity-crowdfunding, cet article met en évidence les leviers de contrôle (Simons 1995) pouvant être activés, mêlant valeurs et éléments financiers et permet de s'interroger sur le rôle d'intermédiaire de la plateforme et la réalité de la « définanciarisation » de l'évaluation (Bessière et Stéphany 2014).

Summary: The rising phenomenon of crowdfunding is an alternative for SMEs to find funds by appealing to the crowd, defined as numerous non expert investors. The growth of crowdfunding relies on the guaranties given to investors that their money is used for the right purpose. This role is dedicated to platforms which make different choice between their own involvement and the investors' involvement in the control of the financed SME. Thanks to a case study on an equity crowdfunding platform, we highlight the levers of control (Simons 1995) that the platform uses, based on values and on financial information. It allows us to question the nature of the role of the platform and the reality of the "definanciarisation" of the project evaluation (Bessière et Stéphany 2014)

Le financement participatif ou crowdfunding (littéralement financement par la foule), est en plein essor en France et dans le monde. Ce mode de financement consiste à financer un projet, une association ou une entreprise en faisant appel à un grand nombre de contributeurs en passant par internet sans l'aide des intermédiaires financiers traditionnels (Mollick 2014). Considéré comme un moyen de pallier les réticences des banques ou des investisseurs traditionnels à financer certains pans de l'économie, il intéresse les PME. Néanmoins, ce mode de financement récent fait encore l'objet de polémiques portant notamment sur la responsabilité du nouvel intermédiaire qu'est la plateforme web vis-à-vis d'investisseurs non experts, ayant des motivations autres que financières, relevant de valeurs ou d'appartenance à une communauté. La question se pose alors de la nature du rôle d'intermédiaire joué par la plateforme dans la sélection et le suivi des projets. Entre volonté de donner des garanties aux investisseurs et nécessité de ne pas entrer dans la gestion de faits, la voie est étroite pour ces

dernières pour exiger ou simplement favoriser la mise en place d'un contrôle de gestion, défini comme « l'ensemble des dispositifs formels garantissant la mise en œuvre du Business Model » (Meyssonier 2014).

Cet article présente une recherche exploratoire sur les modes de contrôle des entreprises financées par le biais du financement participatif. A partir d'une série d'entretiens avec la dirigeante d'une plateforme désireuse de se différencier par la sélection et le suivi des entreprises financées et d'une analyse des sites d'equity crowdfunding (financement participatif en capital) français, nous dessinons les contours d'un dispositif de pilotage permettant l'action simultanée sur différents leviers du contrôle (Simons 1995). Dans une première partie, nous mettons en évidence les spécificités du contrôle de gestion dans les PME financées par financement participatif. Puis nous présentons nos méthodes de recherche, mêlant étude des sites internet de cinq plateformes et une série d'entretiens avec l'une d'entre elles. Les résultats de la recherche sont présentés en troisième partie, dessinant les contours d'un système de contrôle mêlant aspects contractuels, travail sur les valeurs, aspects financiers, le tout imbriquant le dirigeant dans un réseau allant au-delà du cercle des investisseurs.

1 La plateforme de financement participatif, un acteur du contrôle pour la foule

Depuis longtemps, mais dans une situation aggravée par la crise, nombre de créateurs d'entreprises ou de dirigeants de PME se plaignent de ne pouvoir accéder au financement dont ils auraient besoin pour développer leurs activités. Les plateformes de financement participatif leur offrent de nouvelles opportunités d'accéder à des ressources financières en se passant des intermédiaires que sont les acteurs établis du secteur financier. La finance participative (*crowdfunding* en anglais, soit littéralement financement par la foule) désigne un

ensemble de dispositifs permettant à des porteurs de projets de trouver des ressources financières auprès d'un nombre important d'investisseurs par l'intermédiaire de plateformes internet.

1.1 Le financement participatif, un phénomène en pleine expansion

En France, en 2015, les plateformes de finance participative ont collecté près de 300 millions d'euros, contre environ 150 M€ l'année précédente. Depuis 2008, 2 300 000 contributeurs ont participé au financement des différents projets proposés par les plateformes¹. Trois formes de financement sont ainsi offertes : le don (souvent contre une rétribution symbolique), le prêt avec ou sans intérêt et la participation en capital (Equity Crowdfunding). Ces trois formes représentaient en 2015 respectivement 50, 196 et 50 M€. En 2014, c'est l'equity crowdfunding qui avait connu la plus forte progression (+ 146% en 2014, puis + 100% en 2015). En 2015, la plus forte croissance est liée au financement sous forme de prêt (+ 122%). Le secteur se révèle ainsi particulièrement sensible à l'évolution de la législation.

L'ordonnance du 30 mai 2014 dont les principales mesures s'appliquent à partir du 1^{er} octobre 2014 augmente les plafonds maximum de financement par des particuliers (1000 € par investisseur et par projet pour un prêt avec intérêt, 4000 € pour un prêt sans intérêt), le porteur de projet pouvant au total lever jusqu'à 1 Million d'Euros dans le cas de financement par prise de participation. Dans un but de protection du financeur non expert, elle encadre le fonctionnement des plateformes en créant de nouveaux statuts d'intermédiaires en financement participatif (pour les plateformes proposant des prêts) ou de conseillers en investissement participatif (pour la prise de participation), en fixant des informations obligatoires.

¹ Compinnov et Financement Participatif France, baromètre du crowdfunding en France 2015 publié le 18 février 2015

Dans la suite de cet article, nous nous limiterons à l'étude de l'equity crowdfunding (aussi crowdfunding pour Hornuf et Schwienbacher (2014)), qui représente pour les entreprises une source supplémentaire de capital d'amorçage. L'equity crowdfunding permet alors d'intégrer la foule comme nouvel acteur au capital de l'entreprise. Cette forme particulière de finance participative intervient très tôt dans le processus de financement de la PME, à une période où le risque et les incertitudes sont à un niveau élevé. C'est aussi dans cette forme de financement participatif que les montants investis sont les plus importants. L'enjeu est donc grand, tant pour les porteurs de projet que pour les investisseurs.

1.2 La plateforme de financement participatif, un intermédiaire entre « la foule » et les entreprises

Le financement participatif s'inscrit dans le cadre plus large du *crowdsourcing*, dans laquelle la contribution de la foule revêt quatre formes différentes : le vote, la sagesse, la création ou le financement (Howe 2008). Ces quatre formes ne sont pas indépendantes et peuvent être combinées. En plus du financement, les investisseurs peuvent ainsi apporter soutien ou conseil aux entreprises financées.

Le crowdsourcing repose sur le principe de la création d'une communauté définie comme un groupe d'individus qui partagent des objectifs et des valeurs communes (Howe 2008, Lebraty et Lobre 2013). La formation de la communauté opère en cercles concentriques de plus en plus larges. Le porteur de projet mobilise d'abord des proches qui eux-mêmes, s'ils sont convaincus, mobilisent leurs proches, la foule n'intervenant que dans un troisième temps, sur un projet rendu moins risqué par la mobilisation des deux cercles précédents (Onnée et Renault 2014). La plateforme peut servir de catalyseur aux deux premiers cercles, interférant avec les autres réseaux de proximité (Torrès 2011) dans lesquels se meut l'entrepreneur. et représente un maillon central pour le troisième cercle qui permet aux porteurs de projet d'accéder à la foule et de la mobiliser.

Les plateformes de financement participatif oeuvrent alors sur un marché « biface » (Weyl 2010), dans la mesure où elles ont deux types de clients différents, investisseurs et entrepreneurs qu'elles doivent parvenir à intéresser simultanément. Elles créent de la valeur en permettant des interactions entre ces deux groupes de clients. Les interactions peuvent porter sur des éléments financiers aussi bien que sur des éléments non financiers car, au-delà de la simple relation financière, les deux catégories d'acteurs attendent des bénéfices liés à la communauté (Belleflamme et al. 2014). Pour les porteurs de projet, les investisseurs sont une source privilégiée de connaissances et compétences externes (Colombo et al. 2010, Botazzi et al. 2008, Croce et al. 2013). Ils recherchent plus particulièrement les avantages d'un réseau qui leur offre l'accès à de nouveaux clients (Ordanini et al. 2011) et à des experts ou plus globalement à améliorer leur capital social. Les investisseurs, de leur côté, attendent que les projets financés soient aussi porteurs de valeurs dans lesquelles ils se reconnaissent (Gerber et al. 2012, Renault 2014), aspirent à échanger des idées, notamment à travers les réseaux sociaux (Gerber et al. 2012). Il peut alors y avoir une définanciarisation de l'évaluation (Bessière et Stéphanie 2014).

1.3 De la proximité à la nécessité de gérer à distance par les leviers du contrôle (Simons 1995)

Les structures des entreprises faisant appel au financement participatif, TPE ou PME, sont simples et les ressources limitées (Marchesnay 1993). Le dirigeant, souvent également propriétaire, y joue un rôle prépondérant (Julien 2005), au centre des coordinations avec les acteurs externes et internes. Ses choix sont guidés, voire contraints par les autres parties prenantes telles que l'entourage, le comptable, les financeurs (Marchesnay 2003). D'abord caractérisées par leur proximité, qu'elle soit spatiale, temporelle ou patrimoniale, le recours au financement amène la PME à sortir des habitudes de privilégier la proximité pour intégrer les

impératifs d'un management à distance (Torres 2011). De manière générale, les bailleurs de fonds ont une influence sur le contrôle de gestion. Ils peuvent être à l'origine de l'utilisation d'indicateurs financiers et la présence d'investisseurs accroît la sophistication du contrôle de gestion et la vitesse d'implémentation (Nobre et Zawadzki 2013). Le contrôle est alors amené à se formaliser mais cette formalisation a souvent lieu après le départ des dirigeants initiaux (Davila et Foster 2005).

Dans le cadre du financement participatif, les investisseurs sont par définition nombreux et en-dehors du cercle proche du dirigeant de l'entreprise. La relation de proximité et la confiance sont alors à construire et nous faisons l'hypothèse que la plateforme est susceptible de jouer un rôle dans cette construction. L'essor du financement participatif repose alors sur la capacité des plateformes à sélectionner et suivre les entreprises financées au nom de la foule des investisseurs qu'elles ont réussi à capter.

Pour analyser les moyens de contrôle pouvant être mobilisés par la plateforme envers les entreprises financées, nous mobilisons le cadre défini par Simons (1995). Les systèmes de contrôle y sont définis comme l'ensemble « des processus et procédures formels fondés sur l'information que les managers utilisent pour maintenir ou modifier certaines configurations des activités de l'organisation » (Simons 1995). Il s'agit d'une vision élargie du contrôle de gestion, permettant d'intégrer « l'ensemble des dispositifs formels garantissant la mise en œuvre du business model de façon efficace et efficiente » (Meyssonier 2014) mais aussi les dispositifs formels permettant la conception et la remise en cause du business model. Simons distingue ainsi quatre leviers que le manager choisit d'activer en fonction de ce qu'il attend. Le tableau 1 met en évidence la correspondance entre les leviers du contrôle et les comportements attendus.

Le principal intérêt de ce modèle pour étudier le contrôle est qu'il ne se focalise pas sur le seul aspect financier mais permet d'intégrer des systèmes formels portant sur les valeurs,

notion centrale dans le financement participatif. Il adopte de plus une vision large du contrôle, mieux à même de saisir la dynamique des usages des entreprises en voie de structuration (Meyssonnier 2015) et met la stratégie au cœur de la réflexion.

Tableau 1 : Les quatre leviers du contrôle et leur effet sur les comportements (d'après Simons 1995)

Levier	Définition	Objet du contrôle	Effet attendu sur les comportements
Croyances	Systèmes formels utilisés par les hauts dirigeants pour définir, communiquer et renforcer les valeurs de base, buts et directions de l'organisation.	Valeurs fondamentales	Servent de guide et d'incitation pour rechercher les nouvelles opportunités stratégiques.
Garde-fou	Systèmes formels utilisés par les hauts dirigeants pour établir des limites et des règles explicites qui doivent être respectées.	Risques à éviter	Permettent de maintenir la créativité individuelle dans le cadre des limites fixées.
Diagnostique	Systèmes formels de <i>feedback</i> utilisés pour piloter les résultats de l'organisation et pour corriger les écarts par rapport aux standards de performance préétablis.	Variables critiques de performance	Fournissent la motivation, les ressources et l'information pour s'assurer que les stratégies et principaux objectifs de l'organisation seront atteints.
Interactif	Systèmes formels utilisés par les hauts dirigeants pour s'impliquer personnellement et régulièrement dans les processus de décisions de leurs subordonnés.	Incertitudes stratégiques	Focalisent l'attention sur les incertitudes stratégiques et provoquent ainsi l'émergence de nouvelles initiatives et stratégies.

Par ailleurs une autre dimension des systèmes de contrôle est à prendre en compte. En s'intéressant au financement par les Business Angels, Paul et al. (2007), déterminent trois moments du contrôle : la phase d'investissement, avant que ne soit prise la décision d'investir, la phase de management de la prise de participation après la levée de fonds et enfin la phase de valorisation lors de la sortie. En raison de la jeunesse du secteur de l'equity crowdfunding, nous nous concentrerons sur les deux premières phases en cherchant à déterminer pour

chacune d'elle les leviers mobilisables par les investisseurs ou les plateformes pour contrôler les entreprises financées, tant sur le plan financier que sur celui des valeurs.

2 Méthodologie : une recherche exploratoire

Notre recherche sur les leviers du contrôle mobilisables dans le cas du crowdfunding se base sur l'étude de cas d'une plateforme. Nous avons réalisé une série de sept entretiens avec l'équipe de direction d'une des plateformes d'Equity-crowdfunding, FinanceUtile, en pleine réflexion sur la qualité du suivi et d'accompagnement des PME qu'elle considère comme un facteur de différenciation. Les entretiens ont eu lieu entre août 2013 et avril 2014 et ont duré entre 2 et 4 heures chacun. Nous avons de plus participé à une réunion regroupant une partie du noyau dur des investisseurs autour de la présentation de 5 nouveaux projets et du témoignage de 3 sociétés financées et suivi l'évolution du site internet de la plateforme. Les entretiens, semi-directifs, ont porté sur différents thèmes, dont le contrôle mais aussi le business model, et de nombreux cas précis ont été discutés. Ils ont fait l'objet de prises de notes retranscrites puis validées par la dirigeante lors de l'entretien suivant. Une partie de l'information est néanmoins confidentielle. Pour les besoins de cet article, nous n'avons exploité que les parties d'entretien relatives au contrôle. Les notes d'entretien ont été retranscrites un à sept jours après l'entretien puis codées. Le premier niveau du codage correspond au moment du contrôle (au moment de la sélection ou après la levée de fonds), le deuxième au niveau du contrôle (investisseur/ plateforme, plateforme/ entrepreneur ou investisseur/entrepreneur), le troisième au levier du contrôle correspondant au modèle de Simons. Enfin, nous avons opéré un codage ouvert. Les catégories ainsi mises en évidence figurent dans le tableau 2. Un dernier entretien a permis de valider les conclusions.

Tableau 2 : thèmes issus du codage des entretiens

Moment du contrôle (Paul et al. 2007)	Niveau du contrôle	Levier du contrôle (Simons)	Catégorie (codage ouvert)
Phase d'investissement (sélection avant la levée de fonds)	Contrôle de la plateforme l'entrepreneur	Croyances	Respect
Phase de management de la participation (après la levée de fonds)	Contrôle de la plateforme l'investisseur		Désintéressement
	Contrôle de l'investisseur l'entrepreneur		Formation
			Ethique
			Confiance
			Valeurs
			Transparence
		Garde-Fou	Obligation
			Contrat
			Sanction
			Différences avec fonds d'investissement
		Diagnostique	Outil
			Refus
		Interactif	Réseau
			Expert
			Coaching

De plus, pour comprendre les enjeux, nous avons assisté à plusieurs événements et nous nous sommes basés sur les supports édités par la principale association du secteur, Financement Participatif France dont le but est de promouvoir le financement participatif et de faire évoluer la législation dans un sens permettant l'essor du secteur. Elle a notamment produit deux documents de référence : le livre blanc de la finance participative et le code de déontologie.

3 Les leviers de contrôle des entreprises financées par la foule.

Avant de définir les leviers de contrôle actionnables par la plateforme, nous mettons en évidence les pratiques du secteur en matière de sélection et de suivi des participations puis le rôle attribué à « la foule ».

3.1 Les temps du contrôle : sélection puis suivi après la levée de fonds

Dans le cadre d'une plateforme de financement participatif, les enjeux du contrôle se situent à deux moments-clé différents : la sélection avant la levée de fonds et le suivi après la levée. Or ces deux moments sont très peu mis en avant par les instances représentatives de la profession et ne sont pas traités de manière homogène par les plateformes.

Lors des premières tentatives pour définir le rôle des plateformes, l'association Financement Participatif France, à la recherche du plus petit dénominateur commun entre les différentes formes de financement participatif, ne met en avant ni la sélection ni le suivi. Dans le livre blanc qu'elle rédige, la définition du rôle de la plateforme se borne à la coordination entre les nombreux acteurs consistant en trois points :

- 1) Présenter l'information sur les projets à financer et retenir les engagements du public
- 2) Collecter, agréger et orienter les flux financiers vers les projets
- 3) Agir en délégation pour les particuliers financeurs, notamment en matière contractuelle. (Livre blanc de la finance participative, p. 34)

Le code de déontologie publié par la même association se contente quant à lui de principes généraux sur la sélection :

« Les plateformes doivent expliquer clairement quels types de projets elles acceptent, ainsi que l'existence ou l'absence d'un processus de sélection des projets avant mise en ligne, et les critères de sélection appliqués le cas échéant. Si les projets publiés sur la plateforme sont sélectionnés sur des critères éthiques ou en raison de leur impact positif au niveau

économique, social ou environnemental, ces derniers doivent être énoncés clairement. Les plateformes s'engagent à ne pas accepter de projet dont l'objectif est contraire aux lois, ou à caractère raciste, discriminatoire, diffamatoire, injurieux, xénophobe, incitant à la violence, violant l'image de tiers, portant atteinte à l'ordre public, violant des brevets ou de toute autre création intellectuelle ou industrielle appartenant à des tiers ».

Ainsi les plateformes ont un devoir d'information sur les critères de sélection mais il leur est possible de ne faire aucune sélection. Plusieurs d'entre-elles affirment néanmoins procéder à une sélection rigoureuse. Le processus de Wiseed, est décrit de la façon suivante (Bessière et Stéphany 2014) : 1) un premier filtrage par la plateforme 2) une sélection déléguée à « la foule » 3) Une exploitation par la plateforme du vote de la foule 4) une communication via le web 2.0.

Ni le code de déontologie ni l'article de Bessière et Stéphany (2014) n'évoquent le suivi proprement dit et le processus de contrôle après la levée de fonds.

3.2 Les acteurs du contrôle : la difficulté à intégrer la « foule des investisseurs » au contrôle des entreprises financées

Les entretiens font apparaître les difficultés d'intégrer les investisseurs au contrôle des PME financées.

Pour toutes les plateformes, c'est *a minima* la réalisation de la levée de fonds qui fait office de sélection par la foule. L'investisseur, seul, décide ou non d'investir et détermine son niveau d'investissement.

FinanceUtile ne pratique pas de vote électronique (Bessière et Stéphany 2014) pour sélectionner les entreprises. Les raisons principales sont d'une part le manque d'expertise globale des investisseurs, d'autre part l'asymétrie d'information entre le porteur de projet et les investisseurs. « *La base de la sélection par la foule c'est que chacun est expert en quelque*

chose et que l'on va ainsi réunir les expertises. Mais il y a un problème de transparence [...].

Les points bloquants ne peuvent être détectés par « la foule » ». (entretien du 18 mars)

Les investisseurs peuvent néanmoins parfois jouer en rôle d'alerte :

« Dans un cas, un investisseur nous a alerté sur les hypothèses commerciales. Les clients annoncés n'étaient que des clients potentiels ». (entretien du 13 février)

En matière de suivi, la plateforme envoie des informations aux investisseurs (voir tableau 4) mais ne cherche pas systématiquement à les impliquer. Les entretiens menés relèvent très peu de contrôle direct des investisseurs sur les entrepreneurs. Dans quelques rares cas, il y a eu interactions directes entre le dirigeant et un des investisseurs. Dans ce cas-là, il faut que l'intervention de l'investisseur soit claire « dès le départ » (entretien du 18 mars). La dirigeante explique cela par la réticence des investisseurs, par manque de temps mais aussi parce qu'ils préfèrent déléguer la tâche ingrate du contrôle à la plateforme.

3.3 Les leviers de contrôle actionnables par la plateforme

3.3.1 Des valeurs affichées mais difficiles à contrôler

L'importance des valeurs est un thème récurrent de tous les entretiens. Sont successivement évoquées les valeurs de la plateforme, celles des investisseurs celles des employés mais celles qui posent le plus de problèmes sont celles des entrepreneurs. En revanche les projets ne sont pas en eux-mêmes porteurs de valeurs.

Sur le site², les valeurs sont exprimées de la façon suivante :

« FinanceUtile c'est une communauté d'acteurs avec des valeurs partagées : des droits, des devoirs et des engagements réciproques, au service du crowdfunding. Mais FinanceUtile c'est aussi une culture d'entreprise autour du respect de l'autre (investisseurs, clients, collaborateurs, partenaires), de la responsabilité, de l'engagement et de la performance. Nos

² Consulté le 18/09/2015

critères d'investissement vont au-delà de la rentabilité financière potentielle. Parce que FinanceUtile s'inscrit dans la durée et est soucieux des intérêts des investisseurs, nos critères d'intervention reposent aussi beaucoup sur les valeurs des dirigeants. Notre approche d'investissement repose donc aussi sur la confiance et la transparence. »

Les valeurs défendues sont ainsi le respect, la responsabilité, l'engagement et la performance. Elles s'appliquent autant à la plateforme (dirigeante et salariés) qu'aux investisseurs et aux entrepreneurs.

Les valeurs affichées par la plateforme sont en fait les valeurs revendiquées par sa dirigeante, notamment le **respect** de l'investisseur et de l'entrepreneur. Sur le respect de l'investisseur, elle affirme par exemple : *« l'argent des investisseurs, c'est comme si c'était mon argent. Si l'entrepreneur se trompe, je me sens responsable »* (entretien du 31 octobre 2013). Mais ce respect de l'investisseur ne peut se faire aux dépens du respect de l'entrepreneur, contrairement aux fonds d'investissement qui *« ne respectent pas toujours l'entrepreneur »*.

La mission principale de la plateforme est de *« mettre en place une relation de confiance avant l'investissement. Il faut montrer que les intérêts sont liés. »* (entretien du 18 mars). La relation de confiance se manifeste notamment par la fidélité des investisseurs. Pour cela, le respect est nécessaire. La plateforme et les entrepreneurs doivent *« respecter les investisseurs »* mais les investisseurs doivent aussi *« respecter les entrepreneurs »*.

Mais les valeurs sont difficiles à évaluer. *« Les valeurs ne sont pas perceptibles au moment de la sélection. »* (entretien du 25 septembre). Des outils sont envisagés : énoncé des missions de la plateforme (sur le site), livret d'accueil, mais aucun ne se révèle totalement satisfaisant (entretien du 18 mars).

Un moyen d'évaluer les valeurs est la capacité à travailler de manière **désintéressée**. Ce désintéressement concerne autant la plateforme et les investisseurs que les entrepreneurs. Il

faut accepter de « ne pas se verser de salaire » quand les résultats ne sont pas conformes aux attentes, il ne faut pas « compter ses heures »

Un autre moyen est de **détecter les comportements non éthiques**. Ainsi un dossier a été refusé car l'entrepreneur prenait des stagiaires qu'il ne payait pas (entretien du 7 avril). Il faudrait aussi évaluer la formation mais, selon la dirigeante, il n'y a pas de « vraies formations à l'entrepreneuriat ». Enfin la mise en place d'un réseau de tiers (banquiers, incubateurs....) peut aider à détecter les « vrais » entrepreneurs, ceux qui ont des valeurs et respectent l'investisseur (entretien du 13 février). Ils peuvent souvent juger de ces valeurs des entrepreneurs « en action ». Le doute sur l'absence de valeurs d'un entrepreneur est un élément qui conduit au refus du dossier (entretien du 30 avril).

Après la levée de fonds, la présence ou l'absence de valeurs transparaissent dans les comportements des entrepreneurs. Les différents entretiens permettent d'esquisser les caractéristiques recherchées des « vrais » entrepreneurs (ceux qui ont des valeurs) ou celles déplorées chez les « faux », comme le résume le tableau 3.

Tableau 3 : Manifestation de la présence ou de l'absence de valeurs chez les entrepreneurs

Caractéristique	Manifestation positive	Manifestation négative
Désintéressement	« Il ne se paye pas s'il n'y a pas d'argent dans la caisse »	« Il veut faire du fric » « Il pense d'abord à lui »
Humilité	« Il a conscience qu'il doit bénéficier d'un réseau, de contacts » « Il sait s'entourer » « Il sait se remettre en cause »	
Respect de l'investisseur	« Ils ont du respect pour l'homme, pas seulement pour l'argent »	
Assiduité au travail		« Il prend des vacances alors qu'il est au bord de la faillite » « Il arrive à 10h et part à 18h ».

Les valeurs recherchées par la plateforme sont décrites sous forme de traits de personnalité, innés, donc difficiles à contrôler. Malgré l'importance affichée des valeurs, aucun système formel ne porte sur cette dimension.

3.3.2 L'insuffisance des systèmes de garde-fou

Devant la difficulté à détecter les valeurs de l'entrepreneur lors de la sélection puis à mettre en place des systèmes de contrôle après la levée de fonds, la dirigeante de FinanceUtile évoque deux leviers coercitifs : la due diligence et les sanctions.

La phase de sélection comporte une procédure de due diligence, assortie de différents audits portant sur la finance, la technologie, les aspects commerciaux, liés aux ressources humaines et légaux.

Quant aux sanctions, elles ne sont possibles que si elles sont envisagées dès le départ, avant la levée de fonds, à travers le pacte d'actionnaires : « *le garde-fou, c'est le pacte d'actionnaires* » (entretien du 25 septembre). Ce dernier régit les relations entre les actionnaires d'origine, dont fait souvent partie le dirigeant, et les nouveaux actionnaires issus de la levée de fonds. Il est possible d'imposer certains contrôles car c'est la plateforme qui détient les clés de la levée de fonds. Néanmoins, il ne faut pas que les clauses soient trop contraignantes, sinon « les entrepreneurs ne signeront pas » (entretien du 18 mars).

On envisage ainsi la mise en place d'une clause de « bad leaver » pour s'assurer que l'entrepreneur reste à la tête de son entreprise, ou encore d'actions de préférence.

Après la levée, les intérêts des investisseurs sont liés à l'entrepreneur mais l'asymétrie d'information est forte et en faveur du dirigeant d'entreprise. Les sanctions envisagées sont difficilement applicables, soit parce que la faute de l'entrepreneur est difficile à établir (entretien du 7 avril), la mauvaise gestion n'étant pas une raison suffisante (entretien du 18 mars), soit parce que la plateforme n'a pas de pouvoir. Ainsi, lors d'une assemblée générale,

les actionnaires ont voté contre l'augmentation de salaire d'un dirigeant en manque de trésorerie mais cela n'a pas suffi car l'entrepreneur était actionnaire majoritaire.

Pour la plateforme, la meilleure sanction serait le retournement ou la dilution du capital. Mais cette solution entre en conflit avec les valeurs affichées, notamment celle du respect de l'entrepreneur (entretien du 7 avril). Même sans sanction applicable, les clauses sont néanmoins utiles pour « faire prendre conscience » (entretien du 7 avril).

3.3.3 Une forte volonté de mobiliser le contrôle diagnostiques qui se heurte aux réticences des entrepreneurs

Les outils diagnostiques occupent une place centrale dans la communication de la plateforme (voir tableau 4). Pourtant les entretiens font entrevoir une situation plus nuancée.

Le moment fort de la sélection est la validation du business plan. Mais « le business plan, on sait bien qu'il est faux » (entretien du 31 octobre). Cela n'empêche pas à la plateforme de valider certaines hypothèses, notamment commerciales, et d'évaluer la pérennité du modèle économique, notamment en dialogue avec l'entrepreneur, voire les partenaires (banquier, incubateur).

Après la levée de fonds, la mise en oeuvre des différents outils est difficile et suscite de fortes réticences de la part des entrepreneurs.

Tableau 4 : Suivi mis en place par FinanceUtile (site FinanceUtile)

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> Informations trimestrielles : chiffre d'affaires réalisé, commandes en cours, analyse des écarts, prévisionnel actualisé.<input type="checkbox"/> Informations semestrielles : informations financières plus détaillées, perspectives année N+1, organisation RH.<input type="checkbox"/> Informations annuelles : bilan de l'année passée, perspectives année N+1 et N+2, stratégie, etc... |
|---|

La plateforme attache une importance particulière aux prévisions de trésorerie, qui jouent un rôle d'alerte. Elle fournit un modèle de tableau aux entrepreneurs, qui n'est pas toujours

utilisé, même dans les sociétés faisant face à des difficultés. Un entrepreneur a ainsi refusé sous prétexte qu'il « avait beaucoup d'autres choses à faire », un autre résiste aux demandes insistantes (entretien du 13 février). Le reporting de trésorerie fait pourtant partie des obligations de l'entrepreneur mais il est difficile de sanctionner le non-respect de cette obligation.

3.3.4 L'importance des systèmes interactifs « élargis »

Devant les difficultés de mise en place et l'insuffisance des trois leviers de contrôle croyances, garde-fou, et diagnostiques, le contact direct et le dialogue sont mobilisés.

Lors de la sélection, il y a de nombreuses occasions de dialogue entre la plateforme et l'entrepreneur entre le moment où le dossier arrive et la levée de fonds effective. Ce dialogue inclut l'entourage de l'entrepreneur, notamment les incubateurs ayant accompagné l'entreprise, voire les banquiers. Ce dialogue précède parfois le dépôt du dossier. C'est un facteur de confiance qui vient compenser les inévitables lacunes du business plan et qui permet de se rassurer sur les valeurs de l'entrepreneur. Dans tous les cas, un dialogue approfondi est instauré pour la validation du business plan et plus particulièrement des hypothèses commerciales.

Après la levée de fonds, la plateforme est présente dans les instances de gouvernance (voir tableau 5), mais d'après la dirigeante, des contacts réguliers supplémentaires entre la plateforme et l'entrepreneur sont indispensables, au moins une fois par mois, afin qu'une véritable collaboration s'instaure (entretien du 7 avril). Ainsi, un collaborateur de la plateforme se rend une fois par mois dans une des entreprises financées. Pour une autre, c'est l'entrepreneur qui prend régulièrement l'initiative d'un contact par téléphone (entretien du 18 mars). Mais la plateforme peine à endosser le double rôle d'actionnaire et d'expert. Pour éviter les conflits d'intérêt et les tensions qui en seraient la conséquence, l'intervention d'un

tiers est souhaitable (entretien du 7 avril). Ce dernier interviendrait comme expert en fonction des problèmes rencontrés par l'entreprise et comme coach de l'entrepreneur.

Dans ce cas se noue une relation triangulaire où le tiers « indépendant » des actionnaires suit l'entreprise, la plateforme intervenant pour donner les points de vigilance (entretien du 18 mars). Le problème vient alors de la volonté de l'entrepreneur à se laisser guider par un intervenant extérieur.

Tableau 5: Présence de FinanceUtile dans les instances de gouvernance (site FinanceUtile)

- Membre de tous les Conseils de Surveillance et est très souvent Président du Conseil.
- Point mensuel (minimum) avec les dirigeants (sur place ou par skype).
- Participe à tous les Conseils de Surveillance (trimestriels).
- Participe aux AGO annuelles et aux AGE.
- Mise en place d'alertes éventuelles (application du pacte d'actionnaires), afin de pouvoir anticiper au mieux en cas de problème et trouver des solutions.

3.4 Synthèse des leviers de contrôle actionnés par la plateforme

L'exemple de FinanceUtile permet de dégager différents dispositifs de contrôle, permettant d'actionner les quatre leviers du contrôle (Simons 1995) Ils sont présentés dans le tableau 6.

Deux particularités sont mises en évidence:

- 1) L'importance du levier interactif de contrôle pour combler les manques des autres leviers.
- 2) L'intervention de tiers (experts), intermédiaires entre investisseurs, entrepreneurs et plateforme.

La mise en place se fait néanmoins difficilement. Le rôle de la plateforme après la levée de fonds suscite des réticences de la part des dirigeants des entreprises financées. L'irruption du nouvel acteur qu'est la plateforme risque alors de modifier les « zones d'incertitudes »

(Crozier et Friedberg 1977) maîtrisées par le dirigeant (Nobre et Zawadzki 2013), suscitant des tensions entre ce dernier et la plateforme.

Tableau 6 : Présentation des différents dispositifs de contrôle chez FinanceUtile

<p><u>Systèmes de croyance</u> :</p> <p>Phase d'investissement :</p> <p>Test des valeurs de l'entrepreneur « en situation » par l'intermédiaire du réseau d'incubateurs, d'experts...)</p> <p>énoncé des missions de la plateforme (sur le site)</p> <p>Outils envisagés :</p> <p>livrets d'accueil</p> <p>Phase de management de la participation :</p> <p>Pas de système mis en place à ce jour</p>	<p><u>Systèmes de garde-fou</u> :</p> <p>Phase d'investissement :</p> <p>Audits financiers, technologiques, RH, commerciaux et légaux</p> <p>Due diligence</p> <p>Phase de management de la participation :</p> <p>Clauses du pacte d'actionnaire</p>
<p><u>Systèmes interactifs</u> :</p> <p>Phase d'investissement :</p> <p>Travail commun plateforme/ entrepreneur/ expert sur le Business Plan, notamment sur la partie commerciale</p> <p>Phase de management de la participation :</p> <p>Réunions mensuelles avec le dirigeant</p> <p>Coaching par un tiers</p>	<p><u>Systèmes diagnostiques</u> :</p> <p>Phase d'investissement :</p> <p>Business Plan</p> <p>Phase de management de la participation :</p> <p>Suivi trésorerie</p> <p>Reporting financier</p> <p>Données commerciales et RH</p>

La mobilisation des quatre leviers du contrôle, tant avant qu'après la levée de fonds, permet de gérer les tensions entre valeurs et solidité financières, les deux éléments recherchés par les investisseurs en equity crowdfunding. Alors que le levier des croyances est mobilisé pour s'assurer des valeurs de l'entrepreneur, le levier diagnostique intervient pour évaluer la

solidité financière. Les deux autres leviers, garde-fou et interactifs, interviennent sur les deux dimensions, le premier de manière coercitive en fixant les limites à ne pas dépasser, le second de manière plus habilitante préservant l'autonomie et la créativité de l'entrepreneur.

4- Discussion et conclusion

Au-delà du design du système de contrôle des entreprises financées par equity crowdfunding, cet article contribue à la fois aux recherches sur le financement participatif, sur le contrôle par et pour la foule et sur les relations entre les différents leviers du contrôle (Simons 1995).

Lors de la phase de sélection, l'étude de cas montre que le seul appel à la foule s'avère insuffisant dans le cadre de l'equity crowdfunding. Dans d'autres formes de crowdfunding, l'investisseur est aussi un client qui devient ainsi acteur de sa consommation (Ordanini 2011). Il finance les projets dont il pourrait acheter les produits. La foule est ainsi capable de faire aussi bien que les experts dans des décisions d'investissement dans le domaine du théâtre (Mollick et Nanda 2014). Or l'equity crowdfunding finance aussi des entreprises de type « business to business ». L'investisseur n'est alors pas un client potentiel. Dans ces secteurs moins familiers du grand public, la « sagesse de la foule » (Surowiecki 2004) est trop incertaine. Elle peut être soumise à des facteurs de contagion émotionnelle (Barsade 2002) ou autres facteurs affectifs susceptibles d'influencer son jugement en survalorisant certains faits par rapport à d'autres. L'évaluation est alors « définanciarisée » (Bessière et Stéphany 2014). Notre cas montre que la plateforme peut se charger de « refinanciariser » l'évaluation en mettant en œuvre son expertise.

Dans la phase de management de la participation, après la levée de fonds, le contrôle direct par les investisseurs apparaît difficile, notamment en raison de leur nombre important et de la faible part de chacun au capital. La plateforme est alors amenée à pallier ce problème en

intervenant dans la gouvernance des entreprises financées. Mais elle peut aussi viser un autre rôle dans la constitution d'un réseau incluant investisseurs et experts autour des porteurs de projet. Sur ce point, notre conclusion diffère de celle de Bessière et Stéphany (2014). Les choix opérés par les deux plateformes étudiées, Wiseed pour Bessière et Stéphany, FinanceUtile dans cet article, semblent dessiner deux évolutions possibles de l'equity crowdfunding. Les plateformes ont le choix entre plusieurs modèles de développement différents, oscillant entre la recherche de « la foule », un nombre important d'entrepreneurs, donc de projets, et d'investisseurs, quitte à augmenter les risques ou au contraire la spécialisation en offrant une sélection stricte puis un accompagnement des porteurs de projet. Ainsi Ley et Weaven (2011) préconisent de se limiter à des investisseurs expérimentés ou de se limiter aux projets provenant d'un réseau composé de personnes de confiance. Le modèle de l'equity crowdfunding se rapprocherait alors du modèle des « business angels » caractérisé par la proximité culturelle et cognitive entre investisseurs et entreprises financées (Certhoux et Redis 2015). Ce peut être la condition pour ancrer l'equity crowdfunding dans le modèle de l'économie collaborative (Rifkin 2011) et du crowdsourcing dont il se revendique et qui consiste à produire de la valeur en commun (Howe 2008). Dans un cas, la plateforme apparaît comme un nouvel intermédiaire remplaçant les intermédiaires financiers traditionnels. La spécificité du financement participatif se limite à la variété des investisseurs, élargissant pour les entreprises les sources de financement envisageables. Dans l'autre cas, elle apporte des sources supplémentaires de valeur.

En matière de contrôle de gestion, cette recherche complète les réflexions sur les interactions entre les différents leviers du contrôle (Simons 1995, Tuomela 2005). Elle confirme la conclusion de Mundy (2010) pour qui le levier interactif a un rôle primordial et équilibre les autres leviers, notamment pour les entreprises en phase de croissance (Su et al. 2015). Ils aident les managers dans les situations complexes dans lesquelles ils ont peu d'expérience et

permettent la résolution des contradictions entre responsabilisation individuelle et nécessité de coopérer (Frow et al. 2005). Mais ces recherches se situaient dans un contexte intra-organisationnel alors que notre étude porte sur un contexte inter-organisationnel. C'est alors le levier interactif qui permet de modérer le dilemme entre exploitation et exploration, entre formalisme du contrôle demandé par la plateforme et nécessaire réactivité du dirigeant de la PME. De plus, le levier interactif intervient dans notre cas pour remédier à l'impossibilité de contrôler des valeurs qui pourtant jouent un rôle central et permet de donner du sens aux outils diagnostiques, support à des contrôles plus informels (Collier 2005). Il permet d'intégrer d'autres acteurs, enserrant l'entrepreneur au sein d'un réseau plus large évitant que la confiance ne soit trahie. C'est également le levier interactif qui permet au dirigeant de développer son approche cognitive du business model (Meyssonnier 2015) grâce aux interactions avec la plateforme et ses partenaires.

Les limites de cette recherche sont nombreuses. Tout d'abord, la jeunesse du secteur et son évolution rapide rendent les informations collectées vite obsolètes. Elle ne permet pas non plus de voir les effets de la sélection et du suivi opérés par les plateformes. Ensuite, l'étude se basant sur les sites internet ne fait appel qu'au déclaratif des plateformes. Nous n'avons pas été en mesure de vérifier les procédures réellement suivies, même dans le cadre de nos entretiens approfondis avec l'une d'entre-elles. La recherche devrait être complétée par des études de cas approfondis sur les procédures réellement mises en place par les autres plateformes et sur l'usage effectif du contrôle de gestion dans les entreprises financées.

4 Bibliographie

- Barsade S. G. (2002). “The ripple effect: Emotional contagion and its influence on group behavior”. *Administrative Science Quarterly* 47(4) : 644–675.
- Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A., (2014). “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, *Journal of Business Venturing* 29(5): 585-609
- Bessière V., Stéphanie E. (2014). « Le financement par crowdfunding : Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue française de gestion*, N° 242 : 149-161.
- Bottazzi L, Da Rin M., Hellmann T. (2008). Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89, 488–512.
- Certhoux, G., Redis, J. (2015). Business Angels et plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires ? *Entreprendre & Innover* 2(25) : 49-61.
- Collier P. (2005). Entrepreneurial control and the construction of a relevant accounting. *Management Accounting Research* 16, 321–339
- Colombo M.G., Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, 25 (6), 610-626.
- Croce A, Martí J, Murtinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: ‘Screening’ or ‘value added’ effect? *Journal of Business Venturing*, 28, 489–510.
- Crozier M., Friedberg E. (1977). *L'Acteur et le système*, Editions du Seuil.
- Davila, A., Foster, G. (2005). Management Accounting System Adoption Decisions: evidence and Performance Implications from Early-Stage/Start-up Companies. *The Accounting Review* 80 (4) :1039-1068
- Frow N., Marginson D., Ogden S. (2005). “Encouraging strategic behaviour while maintaining management control: Multifunctional project teams, budgets, and the negotiation of shared accountabilities in contemporary enterprises”. *Management Accounting Research* 16 (3): 269-292
- Gerber E.-M., Hui J.-S., Kuo P. (2012), “Crowdfunding : Why People are Motivated to Participate”, working paper, Northwestern University.
- Hornuf L., Schwienbacher A. (2014). “Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?” *Handbook of Research on Venture Capital* 3
- Howe J. (2008). *Crowdsourcing, Why the power of the crowd is driving the future of business?* Three Rivers Press, New York.
- Julien P.A., (2005) Sous la direction de GREPME, *les PME : Bilan et perspective* 3ème édition, Presses Inter Universitaires, Cap Rouge Québec.
- Lebraty J.F., Lobre K. (2013). *Crowdsourcing One Step Beyond*. Wiley

- Ley, A., Weaven, S. (2011). Exploring agency dynamics of crowdfunding in start-up capital financing. *Academy of Entrepreneurship Journal* 17 (1): 85-110
- Marchesnay M. (1993). « PME, stratégie et recherche ». *Revue Française de Gestion* 95 : 70-76.
- Marchesnay M. (2003). La petite entreprise : sortir de l'ignorance, *Revue française de gestion* n° 144 : 107-118
- Meyssonier F. (2014). « Nouveaux repères et nouveaux espaces du contrôle de gestion dans les services », *Revue Française de Gestion* 241 : 93-105
- Meyssonier F. (2015). « Quel contrôle de gestion pour les start-ups ? », *Comptabilité, Contrôle, Audit* 21(2) : 33-61
- Mollick E.R. (2014). "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study". *Journal of Business Venturing* 29(1): 1-16
- Mollick E.R., Nanda R. (2014). *Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts*, Working Paper, Harvard Business School
- Mundy J. (2010). "Creating dynamic tensions through a balance use of management control systems". *Accounting, Organizations and society* 35(5): 499-523.
- Nobre T., Zawadzki C. (2013) « Stratégie d'acteurs et processus d'introductions d'outils de contrôle de gestion en PME ». *Comptabilité, Contrôle, Audit* 19(1) :91-116.
- Onnée S., Renault S. (2014). « Crowdfunding : vers une compréhension du rôle joué par la foule », *Management & Avenir*, 74 (8) : 117-133.
- Ordanini A., Miceli L., Pizzetti M., Parasuraman A. (2011). « Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms". *Journal of Service Management* 22(4): 443-470
- Paul, S., Whittam, G., Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital* 9: 107-125.
- Renault S. (2014). « Crowdsourcing : La nébuleuse des frontières de l'organisation et du travail » *RIMHE* 11(2) : 23-40.
- Rifkin J. (2011). *The Third Industrial Revolution: How Lateral Power is Transforming Energy, the Economy and the World*, Edition Palgrave Mcmillan
- Simons R. (1995). *Levers of Control: How Managers Use Innovative Control Systems to Drive Strategic Renewal*. Boston: Harvard Business School Press.
- Su S., Baird K., Schoch H. (2015). "The moderating effect of organizational life cycle stages on the association between the interactive and diagnostic approaches to using controls with organizational performance", *Management Accounting Research*, 26: 40-53
- Surowiecki J. (2004). *The Wisdom of Crowds : Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations*. Little, Brown
- Torrès O. (2011). « Proxémies financières des PME, les effets collatéraux de la financiarisation des banques ». *Revue Française de Gestion* 213 : 189-204.

- Tuomela T-S. (2005). “The interplay of different levers of control: a case study of introducing a new performance management system”. *Management Accounting Research* 16 (3): 293-320.
- Widener,S.K., 2007. An empirical analysis of the levers of control frame-work. *Accounting, Organizations and Society* 32: 757–788.
- Weyl G., (2010). “A Price Theory of Multi-sided Platforms”, *American Economic Review* 100(4): 1642–1672.