



HAL
open science

Le financement participatif est-il l'objet d'un biais domestique? Cas d'une microbrasserie locale

Thibault Cuénoud, Gilbert Giacomoni, Rey Dang, L'hocine Houanti

► To cite this version:

Thibault Cuénoud, Gilbert Giacomoni, Rey Dang, L'hocine Houanti. Le financement participatif est-il l'objet d'un biais domestique? Cas d'une microbrasserie locale. *Innovations - Revue d'économie et de management de l'innovation*, 2022, 69, pp.71-101. 10.3917/inno.pr2.0133 . hal-04209192

HAL Id: hal-04209192

<https://hal.inrae.fr/hal-04209192v1>

Submitted on 17 Sep 2023

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.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

LE FINANCEMENT PARTICIPATIF EST-IL L'OBJET D'UN BIAIS DOMESTIQUE ? CAS D'UNE MICROBRASSERIE LOCALE

RÉSUMÉ : La littérature rappelle régulièrement l'intérêt des citoyens à financer des porteurs de projet. Lorsque ces contributeurs viennent à financer des projets via des plateformes de financement participatif, ils bénéficient, d'après la littérature, d'une asymétrie d'information réduite, d'un coût d'information proche de zéro et d'un accès à une myriade de projets. La théorie financière définit un biais local selon lequel les investisseurs préfèrent détenir des titres géographiquement proches. La théorie moderne du portefeuille de Markowitz (1952) considère cette situation comme une anomalie décisionnelle. Inversement, les investisseurs pourraient s'engager rationnellement dans des entreprises locales s'ils percevaient des rendements supérieurs à la moyenne, si la proximité géographique leur permettait d'obtenir des informations privilégiées sur l'entreprise (et ce faisant de réduire l'asymétrie d'information) ou les rendait plus à même d'exercer un droit de contrôle. À travers notre recherche sur une microbrasserie locale rochelaise, nous étudions le rôle du biais local et domestique (cercle familial et amical) dans les choix de financement participatif.

MOTS-CLÉS : Financement participatif, théorie financière, biais domestique, distance géographique

CODE JEL : G2, G3, O3

ABSTRACT: Influence of geography in the crowdfunding of a local microbrewery

The literature regularly recalls the interest of citizens in financing project promoters. When these contributors finance projects via crowdfunding platforms, they benefit, according to the literature, from reduced information asymmetry, an information cost close to zero and access to a myriad of projects. Financial theory defines a local bias whereby investors prefer to hold securities that are geographically close. The modern portfolio theory of Markowitz (1952) considers this situation as a decision anomaly. Conversely, investors might rationally engage in local firms if they perceived above-average returns, if geographic proximity allowed them to obtain insider information about the firm (and thereby reduce information asymmetry) or made them more able to exercise a right of control. Through our research on a local La Rochelle microbrewery, we are studying the role of local and domestic bias (family and friend circle) in crowdfunding choices.

KEY WORDS: Crowdfunding, financial theory, domestic bias, geographic distance

JEL Code : G2, G3, O3

INTRODUCTION

Le « financement participatif » (ou *crowdfunding*¹) est en plein essor à travers le monde et notamment en France. En effet, d'après Financement Participatif France² et son baromètre sur le financement participatif en 2021, les fonds collectés en France s'élevaient à 1880M€ (soit une augmentation de 84% depuis 2020), avec 131,6M€ pour les seuls dons (et 65,2M€ pour les dons sans récompense). Selon la BPI³, le don moyen (*reward CF*) est de 69€ sans contrepartie et de 62€ avec contrepartie, et les montants collectés oscillent entre 3 000€ et 5 000€. Le montant moyen des prêts (*crowdlending*) non rémunérés est de 95€, 310€ pour les prêts rémunérés et 2 368€ pour les prêts en minibons. Le montant moyen collecté oscille entre 1 000€ et 200 000€ en fonction du type de prêt. Le montant moyen des investissements (*crowdequity*) est de 5 896€ pour les obligations, 7 745€ pour les investissements en capital et 357€ pour les investissements contre royalties. Le montant moyen collecté oscille entre 40 000€ et 500 000€ en fonction du type d'investissement. Le financement participatif doit sa genèse aux technologies de l'information et de la communication (TIC), et singulièrement Internet, via des plateformes agissant comme des places de marché (*marketplaces*) qui regroupent l'offre et la demande – que sont, respectivement, la foule prête à financer et les porteurs de projet à la recherche de financement (Ben Slimane et Rousselet, 2018 ; Bertrand et Jakubowski, 2016 ; Bessière et Stephany, 2014). Pour fonctionner, ces plateformes prennent une commission sur le montant des sommes récoltées (5 à 12%). Parce que l'un des traits saillants du financement participatif est l'abolition des barrières techniques et géographiques, grâce aux TIC et Internet (Agrawal *et al.*, 2011 ; Stuart et Sorenson, 2003), il est important, selon Mollick (2014), de comprendre, le cas échéant, le rôle joué par la géographie (reliée au type de projets et au succès de la levée de fonds) dans le financement participatif.

Selon Financement Participatif France, on dénombre en France plus de cinquante plateformes de financement participatif. Parallèlement aux catégories de don, de dette et d'investissement, certaines plateformes de financement participatif sont généralistes (*KissKissBankBank* ou *WE DO GOOD*), thématiques (p. ex., immobilier, *WiSEED*, vin, *Wine Funding*, ou *Enerfip*, EnR) ou territoriales (p. ex., Auvergne Rhône-Alpes ou Nouvelle Aquitaine) (Calmé *et al.*, 2019 ; Bourcet *et al.*, 2019 ; Calmé *et al.*, 2016). D'après Bessière et Stephany (2014) et Renault (2014), le financement participatif permet d'atteindre n'importe qui, n'importe où, et à n'importe quel moment, dans le but d'obtenir des fonds pour financer un projet. Il permet également de surveiller l'avancement du projet à chaque étape. Cette surveillance peut se faire sur de grandes distances, permettant ainsi de réduire l'asymétrie d'information. da Cruz (2018) montre que le financement participatif peut être assimilé à un mécanisme informationnel, permettant des réactions sur les projets présentés dans une sorte de mécanisme d'alignement des motivations. La finance participative s'inscrirait dans un débat entre l'hypothèse d'un « monde plat » et celle d'un « biais domestique » (Fan *et al.*, 2021), avec une mise en évidence d'effets différentiels de la distance culturelle et géographique sur les contributeurs, en fonction de leur niveau d'expérience. De même, Davies et Giovannetti (2018) montrent que les plateformes de financement participatif peuvent apporter une infrastructure et une gouvernance « souples », nécessaires pour signaler la nature et la validité d'un projet (par exemple, le capital des créateurs ou leur expérience). Cette information plurielle permet *a priori* de contrebalancer un manque de transparence (conditions d'une

¹ Littéralement financement par la foule (Fasshauer, 2016).

² C'est l'association qui regroupe « tous les acteurs ayant une activité connexe ou complémentaire ou des intérêts communs avec le financement participatif ».

³ <https://bpi-france-creation.fr/encyclopedie/financements/divers/crowdfunding-ou-financement-participatif-outil-financement>.

concurrence pure et parfaite) et ses effets négatifs que sont la sélection adverse (manque d'information) et l'aléa moral (imprévisibilité), susceptibles de parasiter les effets des plateformes de financement participatif (Davies et Giovannetti, 2018). Partant de là, en réduisant significativement l'asymétrie d'information, le financement participatif devrait mécaniquement réduire concomitamment le biais domestique.

Pourtant, la littérature empirique existante présente des résultats apparemment contradictoires. Par exemple, Agrawal *et al.* (2011 ; 2014) montrent que les contributeurs étaient plus enclins à financer des groupes locaux de musique sur *Sellaband*⁴. Spécifiquement, ils constatent que la distance moyenne entre les contributeurs et les artistes, et groupes de musique, était de 3 000 miles (environ 4 828 km). Ce résultat suggère que la proximité géographique entre les deux groupes est relativement faible⁵. Burtch *et al.* (2013) constatent, dans les prêts entre particuliers (crédit communautaire), que les prêteurs préfèrent généralement des emprunteurs qui sont géographiquement proches. Lin et Viswanathan (2016) obtiennent des résultats similaires en rapportant un biais local pour les produits financiers sur *Prosper*⁶. Selon ces trois études empiriques, il existerait un biais domestique dans le financement participatif, *a priori* en contradiction avec la théorie.

Nous contribuons à la littérature empirique consacrée au financement participatif en nous basant sur une étude de cas approfondie du financement participatif d'une microbrasserie locale. À partir de ce terrain, nous formulons des hypothèses de recherche permettant de mieux comprendre le biais domestique et le rôle de la famille et des amis pour atténuer (ou non) ce phénomène. Notre contribution empirique provient de l'étude de cas approfondie de notre microbrasserie, qui peut aisément enrichir la littérature empirique existante précitée, entièrement basée sur des régressions multiples. En substance, l'étude de cas offre une méthode unique d'observation d'un phénomène naturel dans son contexte global, plutôt que hors contexte (voir, par exemple, Pettigrew, 1973).

En fin de compte, la problématique posée de cette étude est, d'une part, d'examiner s'il existe un biais domestique dans le financement participatif d'une microbrasserie locale (située à La Rochelle) et, d'autre part, de considérer le rôle de la famille et des amis dans la géographie de ce financement participatif.

Dans une première partie, nous procédons à une revue de la littérature, nous permettant de formuler nos deux hypothèses de recherche. Ensuite, nous présentons la méthode. Puis, nous analysons les résultats obtenus. Enfin, nous concluons.

REVUE DE LA LITTÉRATURE

Cette première partie consacrée à la revue de littérature aborde (i) la géographie de l'investissement où se discute la théorie financière (ii) la géographie dans le financement participatif à travers l'application de la théorie financière (iii) la formulation des hypothèses de recherche, à savoir la question de l'existence d'un biais local dans le financement participatif de notre microbrasserie et la modération du biais domestique par les F&A.

⁴ Cette plateforme de financement participatif – aujourd'hui disparue – était spécialisée dans le financement de musiciens et de groupes de musique.

⁵ À l'échelle des États-Unis.

⁶ Une plateforme de financement participatif pour les prêts personnels non garantis.

Géographie de l'investissement : discussion de la théorie financière

La théorie économique traditionnelle suggère qu'il existe une certaine dépendance locale entre un investisseur et ses investissements (p. ex., Owen-Smith et Powell, 2004 ; Shane et Cable, 2002). La préférence géographique des investisseurs en matière d'investissement est bien établie en finance (p. ex. Coval et Moskowitz, 1999, 2001 ; Ivković et Weisbenner, 2005). Coval et Moskowitz (1999) définissent le « biais domestique » (*home bias*) comme une situation dans laquelle les investisseurs individuels manifestent une forte préférence pour la proximité géographique dans leurs décisions d'allocation de portefeuille. Ce biais domestique est présent sur les marchés des actions (p. ex. Coval et Moskowitz, 1999, 2001) et du capital-investissement (p. ex. Bodnaruk, 2009 ; Cumming et Dai, 2010). Empiriquement, Coval et Moskowitz (1999 ; 2001), Grinblatt et Keloharju (2001) ou Huberman (2001) montrent que les investisseurs préfèrent investir dans des entreprises qui leur sont proches géographiquement, suggérant un biais domestique d'investissement.

En substance, le biais domestique trouve son origine dans (Lewis, 1999) : (a) les coûts de transaction (p. ex., les coûts d'expédition ou les différences culturelles) ; (b) les coûts de surveillance d'un titre (d'une entreprise ; Coval et Moskowitz, 1999, 2001) ; (c) l'avantage informationnel vis-à-vis des entreprises proches géographiquement, tel que le coût d'acquisition pour les titres internationaux (Ivković et Weisbenner, 2005). Malloy (2005) fait valoir que les asymétries informationnelles augmentent avec la distance géographique ; (d) le « biais de familiarité » (Huberman, 2001), les individus préfèrent investir dans ce qu'ils connaissent (proximité géographique) ; (e) l'excès d'optimisme pour les actifs « domestiques » (Lai et Teo, 2008) ; (f) la gouvernance d'entreprise, dans la mesure où les investisseurs sont plus à même d'obtenir de l'information et d'exercer un droit de contrôle dans les entreprises qui leur sont proches géographiquement (Arena et Dewally, 2012 ; John et al., 2011). Soulignons que le fondement de ces théories est la rationalité des investisseurs via leur fonction d'utilité. Ainsi, l'hypothèse d'une utilité « isoélastique » (p.1) devrait conduire les contributeurs à équilibrer les risques sur différents pays ou régions ou communauté locale (notamment familiale). Cette hypothèse est contredite par les observations (Lewis, 1999). Par conséquent, contrairement à la théorie du portefeuille de Markowitz (1952), il existerait toujours un biais domestique dans les décisions d'investissement.

Cette controverse concerne plutôt les financeurs que l'on pourrait qualifier « d'experts », c'est-à-dire ayant assimilé le principe de diversification⁷ optimale (risque le plus faible pour un certain niveau de rendement espéré) et pouvant constituer un portefeuille efficient selon leurs préférences, d'après la théorie moderne du portefeuille de Markowitz (1952). Techniquement, le risque est mesuré avec un indicateur de dispersion (la variance) des rendements autour du rendement espéré. La théorie du portefeuille génère une frontière efficiente comprenant l'ensemble des portefeuilles optimaux (pour chaque rendement, il existe un portefeuille qui minimise le risque et pour chaque niveau de risque, on peut trouver un portefeuille maximisant le rendement attendu). L'ensemble de ces portefeuilles est appelé frontière efficiente. Le portefeuille efficient se situe au croisement de cette frontière efficiente avec une courbe d'« indifférence » qui représente les niveaux de risques acceptables par le financeur expert pour un certain rendement espéré.

Il est important de bien souligner ce que Markowitz disait de sa théorie: « To use [modern portfolio theory] in the selection of securities we must have procedures for finding reasonable [estimates of expected return and volatility]. These procedures, I believe, should combine statistical techniques and the judgment of practical men. My feeling is that the statistical com-

⁷ Précisons que le financement participatif écarte le risque d'une concentration sur un petit nombre d'actifs pouvant mettre à mal la diversification.

putations should be used to arrive at a tentative set of [mean and volatility]. Judgment should then be used in increasing or decreasing some of these [mean and volatility inputs] on the basis of factors or nuances not taken into account by the formal computations (...) I believe that better methods, which take into account more information, can be found ». Il existe d'ailleurs d'autres méthodes (la *Value-at-Risk*⁸ ou encore un de ses dérivés, l'*Earnings-at-Risk* (EaR), la *CorporateMetrics*, etc) qui concernent le risque du marché (volatilité) et le risque d'activité, dont l'importance respective diffère sensiblement d'une entreprise à l'autre. Le risque d'activité concerne « l'incertitude des résultats financiers futurs liée aux décisions prises par l'entreprise (p. ex., projets d'investissement, choix stratégiques, développement de produits, politique marketing) et à l'environnement dans lequel elle opère (par ex., système de prix compétitifs, volume des ventes) », (Maurer, 2005, p. 60).

Si la proximité géographique permettait au financeur expert d'accéder à davantage d'informations, en sorte qu'il puisse faire une analyse de sensibilité de son modèle référentiel – celui de *Markowitz* ou un autre d'ailleurs – et réduire, ce faisant, le risque d'activité⁹, sa logique apparaîtrait en accord avec les préconisations de *Markowitz* « better methods which take into account more information » (*Ibid*). On peut en effet logiquement comprendre que de nouvelles informations, touchant l'activité d'une entreprise (un des titres du portefeuille efficient) dans laquelle le financeur s'engage, réclament une analyse de sensibilité du risque d'activité, lequel exerce une influence significative sur les rendements potentiels. Le financeur expert chercherait par des interventions locales à aider l'entreprise dans la maîtrise de ce type de risque qui exige une action d'ordre stratégique (p. ex., prise de contrôle d'un fournisseur-clé, différenciation-produit, alliances stratégiques...). C'est en somme une façon de réactualiser son jugement par apprentissage bayésien. Lorsque l'information est incomplète, ce qui est presque toujours le cas, cet apprentissage surclasse les autres modèles (Jaynes, 2003), en conditionnant¹⁰ les opinions *a priori* sur les états plausibles de la nature par la vraisemblance de l'information nouvelle provenant de l'environnement, surtout s'il est évolutif et qu'il affecte l'activité de l'entreprise. Sous cet éclairage, l'analyse de sensibilité peut se comprendre comme un « débiaiseur local ». Tandis que dans un environnement stable (ou évolutif pourvu qu'il soit sans effet sur l'activité de l'entreprise), elle pourrait conduire à un « biais domestique ».

Géographie dans le financement participatif : application de la théorie financière

Une grande partie du biais domestique peut s'expliquer par un phénomène bien connu dans la littérature, à savoir que la majorité des projets sont financés par les réseaux sociaux (Gallemore *et al.*, 2019) et plus précisément par la famille et les amis, soit près de 70% selon Lee et Persson (2016). Par exemple, Cumming et Dai (2010) constatent, dans le capital-risque, que le biais domestique s'estompe lorsqu'on contrôle le profil de l'investisseur. Théoriquement, Lee et Persson (2016) font valoir que les investisseurs individuels sont prêts à accepter des rendements inférieurs au marché (ou négatifs) en raison de leurs liens sociaux avec l'emprunteur. En outre, ces liens sociaux offrent aux investisseurs des informations privées augmentant leur probabilité d'investir (Shane et Cable, 2002). Des personnes résidentes sur un même territoire développeraient un « altruisme local » qui viendrait augmenter les chances de succès d'une collecte participative de don avec contrepartie (Giudici *et al.*, 2018). Agrawal

⁸ Perte potentielle maximum qu'une organisation peut subir dans un laps de temps donné et à un niveau de probabilité donné.

⁹ Nonobstant son analyse du degré de sensibilité du rendement d'un titre aux mouvements du marché à travers le coefficient bêta du Capital asset pricing model (CAPM).

¹⁰ $p(\theta|E).p(E)=p(\theta).p(E|\theta)$ E = new evidences ; θ = state of nature.

et al. (2015) soulignent le rôle de la famille et des amis dans le financement participatif, en tant que premiers contributeurs, et leur proximité géographique avec les porteurs de projet. Guenther *et al.* (2018) font valoir que le profil des contributeurs joue un rôle significatif dans le biais domestique. Enfin, Kuppuswamy et Bayus (2018) font valoir que la famille et les amis sont un déterminant significatif de la réussite d'un financement participatif.

Toutefois, selon Burtch *et al.* (2013), le rôle de la famille et des amis ne peut, à lui seul, expliquer le biais domestique lorsque le projet de financement participatif est de nature culturelle. En effet, les préférences pour les produits et les services locaux peuvent être responsables du biais domestique (voir Josefy *et al.*, 2017). Orienter les contributeurs à imaginer les avantages de l'utilisation des produits serait un moyen efficace d'accroître le soutien aux campagnes qui suscitent une distance psychologique élevée (Rose *et al.*, 2021). Par conséquent, il semblerait que la nature du projet, dans un financement participatif, soit intrinsèquement responsable du biais domestique où le réseau de l'entrepreneur pourrait jouer un rôle central dans son financement. Le financement participatif ne réduirait pas pour autant l'effet inhibiteur de la distance donateur-entrepreneur (Mendes-Da-Silva *et al.*, 2019 ; Tang *et al.*, 2020). Fondamentalement, il existe quatre modèles de financement participatif (Onnée et Renault, 2013) basés sur : (a) le don ; (b) une contrepartie ; (c) l'investissement ; et (d) le prêt. Selon Ricordeau (2013), le financement participatif basé sur le don repose sur une perspective non spéculative dans laquelle les contributeurs n'attendent pas de retour financier. Ils escomptent, néanmoins, des contreparties (tangibles ou non) qui sont plutôt de l'ordre symbolique. Par conséquent, dans un modèle fondé sur le don, le contributeur apporte son soutien financier au projet sans attendre de contrepartie en nature. Ce financement participatif est privilégié pour des causes médicales, caritatives, sociales ou territoriales.

Selon Onnée et Renault (2014), le financement participatif comporte des traits caractéristiques : (a) le financement participatif met en relation un porteur de projet qui demande à des contributeurs (la foule) de financer un projet (ou des actions déjà engagées) ; (b) le projet peut être de nature commerciale (ou non), sociale, créative ou territoriale, de petite ou moyenne taille ; (c) les versements peuvent s'apparenter à une donation ou venir en échange d'une contrepartie qui peut prendre la forme d'une récompense ou d'une participation aux bénéfices qu'engendrerait le projet financé (Belleflamme *et al.*, 2014) ; (d) la collecte des fonds se fait principalement via Internet, à travers un site créé par le porteur de projet ou, plus généralement, par l'intermédiaire d'une plateforme spécialisée. En définitive, Onnée et Renault (2013) proposent la définition suivante du financement participatif, regroupant les différentes caractéristiques : le financement participatif « consiste, pour un porteur de projet (quel que soit son statut : particulier, organisation marchande ou non marchande, etc.), à avoir recours aux services d'une plateforme de financement (généraliste ou spécialisée) afin de proposer un projet (finalisé ou non) auprès d'une communauté (large ou ciblée) de contributeurs qualifiés de soutiens¹¹ (*backers*) en échange éventuellement de contreparties préalablement définies » (p. 55).

Bien qu'Internet ait vraisemblablement réduit la distance géographique (p. ex. Forman *et al.*, 2009) et éludé les problèmes d'asymétrie d'information (Agrawal *et al.*, 2015), il n'a pas résolu tous les problèmes du biais domestique (Cumming *et al.*, 2021). Notre étude apporte plusieurs contributions à la littérature consacrée au financement participatif. A l'exception notable d'Agrawal *et al.* (2015), de Guenther *et al.* (2018) ou de Dejean (2020), peu d'études ont examiné simultanément, ou séparément, les rôles (i) de la géographie ou (ii) des réseaux sociaux (famille et amis) dans un financement participatif. Ceci est d'autant plus vrai dans un financement participatif à caractère non spéculatif, via des dons, et sur une plateforme de fi-

¹¹ En l'espèce, nous retiendrons le terme de « contributeurs ».

nancement participatif territoriale (Calmé *et al.*, 2016 ; Cuénoud, 2015). Selon Dejean (2020), ces deux points sont fondamentaux. En effet, nous devrions savoir si le biais domestique existe dans un financement participatif et quel rôle jouent la famille et les amis pour mitiger et, *in fine*, améliorer l'efficacité du financement participatif. A titre d'exemple, c'est par le concours ce premier cercle (Onnée et Renault, 2014) que la collecte se hisse jusqu'à 30 ou 40% durant les 15 premiers jours. S'ensuit un temps de « latence » en milieu de collecte. Le « grand public », constituant le dernier cercle, ne semblant se décider qu'au dernier moment dans une volonté de ressortir comme « responsable bienveillant de la réussite d'une collecte » en permettant parfois même que le besoin soit dépassé. Notre étude aspire à améliorer la compréhension de ces phénomènes dans le financement participatif.

Hypothèses de recherche

Les hypothèses de recherche sont basées sur les deux sous-sections précédentes. La théorie financière vient parfaire les stratégies géographiques d'investissement, appuyées par le financement participatif ici.

Effet de la géographie

Selon Agrawal *et al.* (2015), les plateformes de financement participatif peuvent réduire les frictions économiques liées à la distance géographique, telles que la collecte d'informations, les contributions ou le suivi du projet. Cependant, comme le soulignent Guenther *et al.* (2018), le financement participatif ne peut pas dénouer tous les éléments importants du biais domestique, tels que la préférence pour des informations tangibles sur un produit ou un service (Guenther *et al.*, 2018). Les résultats empiriques existants (mentionnés précédemment) suggèrent que la géographie est toujours pertinente dans un financement participatif. Pour toutes ces raisons, nous formulons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : toute chose égale par ailleurs, il existe un biais local dans le financement participatif de notre microbrasserie.

Effet modérateur de la famille et des amis

Fondamentalement, les plateformes de PF permettent d'atteindre la foule n'importe où et à tout moment. Cependant, Agrawal *et al.* (2011 ; 2015) observent que les réseaux sociaux personnels jouent un rôle prépondérant. Lee et Persson (2016) et Kuppuswamy et Bayus (2018) indiquent que la famille et les amis (F&A) ont une influence significative sur le processus de financement, en particulier à l'amorçage et à la fin. En outre, les liens sociaux constituent un moyen fiable pour les investisseurs d'obtenir des informations privées (Shane et Cable, 2002).

Agrawal *et al.* (2015) constatent que les F&A sont installés au même endroit que les porteurs de projet et sont les premiers contributeurs. Dès lors, lorsque ces auteurs examinent le rôle de la géographie dans le financement participatif de groupes de musique, le biais local disparaît. Selon ces auteurs, la distance géographique est modérée par les F&A, évoquant ainsi un « effet de la famille et des amis ». Ceci est confirmé par Guenther *et al.* (2018) qui observent que la distance géographique dans un financement participatif est sensible au profil des contributeurs. Par conséquent, nous formulons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : toute chose égale par ailleurs, les F&A modèrent le biais domestique dans notre microbrasserie.

MÉTHODE

Compte tenu de l'absence d'une littérature foisonnante sur l'influence de la géographie dans un financement participatif basé sur un modèle de don (Ricordeau, 2013), notre étude est vraisemblablement de nature exploratoire (Mollick, 2014). Notons que certaines études consacrées au financement participatif en France ont utilisé cette approche méthodologique (Fasshauer, 2016 ; Onnée et Renault, 2014). Toutefois, contrairement à ces études, nous employons une approche économétrique, à l'instar d'Agrawal et *al.* (2015) ou de Lin et Viswanathan (2016).

La collecte des données s'est faite d'abord sur le site de la plateforme *Jadopteunprojet.com* puis a été consolidée par des rendez-vous auprès des porteurs du projet et des responsables de la plateforme. L'utilisation des données collectées a nécessité l'obtention de l'autorisation auprès de la plateforme et des porteurs de projet afin de respecter les exigences de la RGPD (un contrat de recherche stipulant la confidentialité des données personnelles a été rédigé dans ce sens). Des allers-retours ont été effectués avec les porteurs de projet tout au long de l'analyse des données afin d'apporter une exactitude des faits la plus fiable possible.

Description de la plateforme Jadopteunprojet.com

Jadopteunprojet.com est une plateforme de financement participatif sous statut associatif (loi 1901) présente en Nouvelle Aquitaine (Figure 1), qui se différencie des autres plateformes de financement participatif par un ancrage territorial fort (Cuénoud, 2015). Elle a su fédérer les acteurs de l'entrepreneuriat de la Nouvelle Aquitaine dans une démarche d'effet levier entre les différents dispositifs de financement et d'accompagnement des porteurs de projet. À ce titre, elle met en avant des spécificités fortes que nous pourrions qualifier d'avantages concurrentiels face à un secteur « hyperconcurrentiel » de financement participatif en France. Trois types d'arguments sont régulièrement mis en avant dans ses supports de communications interne et externe, à savoir :

- i. C'est une plateforme de proximité avec 4 bureaux en Nouvelle Aquitaine : Bordeaux, La Rochelle, Limoges et Poitiers – son siège social. Verbatim issu du site Internet de la plateforme : « notre mission est de mettre à disposition des porteurs de projet un outil responsable et local pour la collecte de dons et de favoriser le développement économique des territoires » ;
- ii. C'est une plateforme qui se positionne sur la solidarité et la lutte contre l'exclusion financière (structure de l'Économie Sociale et Solidaire, adhésion à la Chambre Régionale de l'Économie Sociale et Solidaire Nouvelle-Aquitaine, ...). Verbatim issu de l'édito du Rapport d'Activité 2019 de la plateforme : « Les *FinTechs* peuvent et se doivent d'être solidaires, pour que la finance ne soit pas systématiquement associée à l'exclusion des plus risqués, donc des plus précaires ... » ;
- iii. C'est une plateforme qui souhaite travailler sur l'inclusion numérique des porteurs de projet qu'elle accompagne via des chargés de mission compétents sur ces questions-là. Verbatim issu du rallye du numérique 2019 des SIAE – Structure d'Insertion par l'Activité Économique (SIAE)¹² en Nouvelle Aquitaine, où la plateforme Jadopteunprojet.com est partenaire : « le principe : rencontrer des experts du numérique et, à partir de leur témoignage inspirant, faire preuve de créativité en construisant un projet numérique ».

¹² Insertion par l'activité économique :

<https://travail-emploi.gouv.fr/emploi-et-insertion/insertion-activite-economique/>.

Présentation de La Beun'aise

La Beun'aise est un projet de création de microbrasserie locale à La Rochelle (Nouvelle Aquitaine) – porté par deux « amoureux de la bière », *Christophe* et *Marie Gauthier*, à la suite d'une reconversion professionnelle : *Christophe* était journaliste à Paris et *Marie* occupait un poste administratif dans une grande entreprise. *Christophe* et *Marie* sont, respectivement, originaires de La Rochelle et de Bulgarie.

Verbatim issu du site internet de La Beun'aise : « après une quinzaine d'années passées à travailler à Paris pour des magazines consacrés aux technologies (*Le Monde Informatique*, *L'Ordinateur Individuel*, *Micro-Hebdo* ou *01net*), ce natif de Saint-Jean-d'Angély (*Christophe Gauthier*) a ressenti le besoin de reprendre sa vie professionnelle en main et de revenir vivre dans sa région natale. (...) *Marie Gauthier* a très vite été conquise par l'enthousiasme et la détermination de son mari. Née en Bulgarie, grande amatrice de bières du monde entier,oureuse de l'océan, elle est titulaire d'un DEA de lettres mais a passé l'essentiel de sa vie professionnelle à travailler dans le domaine de l'administration des ventes ».

Lorsqu'ils ont pu solliciter la plateforme *Jadopteunprojet.com*, leur objectif était double : renforcer leur tour de table financier (plusieurs de leurs financeurs leur avaient proposé d'entrer en contact avec cette plateforme pour conforter l'apport en fonds propres de leur entreprise) et profiter de l'effet réseau que pouvait offrir la réalisation d'une collecte dans leur développement d'activité à La Rochelle¹³. La typologie de leur produit devait passer par une stratégie de communication artisanale, locale et sincère auprès des futurs clients. « La Beun'aise », par exemple, est une expression ancienne du vieux patois local encore répandue aujourd'hui, signifiant « être et vivre bien ». La collecte de financement participatif sur la plateforme *Jadopteunprojet.com* de La Beun'aise en 2015 a été de 5102 euros obtenus de 73 contributeurs (dont la ventilation est explicitée dans l'annexe 1).

L'argent obtenu par les deux porteurs de projet leur a permis de finaliser le financement du matériel de production de la microbrasserie. Verbatim sur la page de collecte : « le local que nous avons choisi nécessite des travaux plus importants que prévu : outre la réfection du sol pour faciliter le nettoyage de la partie du bâtiment dévolue au brassage, nous devons faire quelques travaux d'électricité (remaniement du tableau électrique, pose de prises supplémentaires). De plus, le matériel que *Christophe* va utiliser fonctionne au gaz. L'installation ne pouvant être raccordée au gaz de ville (les travaux seraient beaucoup trop onéreux), nous devons faire installer une citerne et poser une rampe de distribution dans les locaux ». En l'espèce, les contributeurs ont initié une démarche de solidarité dans le sens où les contreparties proposées sont plus de l'ordre du symbolique : par ex., un sous-bock La Beun'aise, un porte-clés décapsuleur ...

¹³ Le Point (2020), Ces villes françaises où il fait bon télétravailler.

Figure 1 –La Beun’aise et son territoire rochelais



Source : site internet de La Beun’aise

Les Variables

Variable dépendante. À l’instar d’Agrawal et al. (2011 ; 2015), nous constatons que la variable dépendante correspond à la valeur des versements¹⁴ en euros d’un contributeur *i* au financement participatif de La Beun’aise (*Versement*).

Variables indépendantes. À l’instar de Burtch et al. (2013) ou d’Agrawal et al. (2011 ; 2015), nous constatons que la distance géographique – mesurée en kilomètres – correspond à la différence entre notre microbrasserie et un contributeur (*Distance*).

Pour catégoriser chaque contributeur *i*, nous avons mené des entretiens auprès des deux porteurs de projet et leur avons demandé de décrire leur lien. Ensuite, nous avons classé chaque contributeur de leur cercle communautaire respectif, tel que suggéré par Onnée et Renault (2014) – (a) *F&A*, (b) *Autres* et (c) *Inconnus* – en utilisant une variable muette égale à « 1 » si un contributeur *i* correspond à l’une des trois catégories de contributeurs et à « 0 » dans le cas contraire. Cette catégorisation des contributeurs a été utilisée par Agrawal et al. (2011 ; 2015) et Dejean (2020).

Variables de contrôle (VC). À l’instar de Mollick (2014) et Dejean (2020), nous incluons différentes VC susceptibles d’influencer la géographie du financement participatif sur les versements. Premièrement, nous incluons le genre des contributeurs, sous la forme d’une variable muette égale à « 1 » si c’est une femme et à « 0 » dans le cas contraire. Croson et Gneezy (2009) constatent que les femmes sont fondamentalement plus averses au risque que les hommes. En matière d’investissement, plusieurs études montrent que les femmes investissent moins dans les actifs risqués que les hommes (Sunden et Surette, 1998). En matière de financement participatif, Groza et al. (2020) et Gafni et al. (2021) montrent que les femmes participent de manière différenciée à un financement participatif en fonction du genre du porteur de projet et de l’activité. Nous incluons donc le genre des contributeurs dans la mesure où il pourrait influencer sa participation à un financement participatif et le montant des versements (Groza et al., 2020).

¹⁴ En l’espèce, nous utilisons le terme « versement » bien que théoriquement il s’agisse d’un « don » (Ricordeau, 2013).

Deuxièmement, Vaznyte et al. (2020) montrent que l'environnement socio-économique dans lequel vivent les contributeurs joue un rôle significatif dans la participation d'un financement participatif. De même, Dejean (2020) montre que la région d'origine d'un contributeur, en termes d'économie et de richesse, influence le nombre d'investissements dans un financement participatif. Enfin, Binet et Facchini (2013) montrent qu'il existe des disparités régionales en France en termes de richesse et de chômage. Par conséquent, nous incluons le PIB par habitant (en million d'euros) de la région du contributeur (Dejean, 2020) pour contrôler son effet sur le versement d'un contributeur. Les données proviennent des statistiques de l'Insee.

Troisièmement, nous incluons le nombre de jours entre la date de versement et celle du financement participatif (*Jours*), afin de contrôler à la fois la visibilité du projet sur la plateforme et sa durée de collecte de fonds (Agrawal et al., 2011, 2015 ; Mollick, 2014). Il convient cependant de préciser que ce n'est plus la durée qui est facteur de viralité et de réussite d'une collecte participative. Elle suit le même cycle de vie, qui tend d'ailleurs à se réduire (de 3 mois à 1,5 mois), quel que soit le projet. Généralement, durant les 15 premiers jours, la collecte se hisse jusqu'à 30 ou 40% du besoin grâce au concours du premier cercle (famille, amis ou fans ; cf. Onnée et Renault, 2014). S'ensuit un temps de « latence » en milieu de collecte. Le « grand public », constituant le dernier cercle, semble se décider dans la dernière ligne droite en faisant parfois dépasser le besoin exprimé.

Le Modèle empirique

Notre modèle principal se présente comme suit :

$$\text{Versement}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Distance}_i + \beta_n \text{VC}_i + u_i \quad [1]$$

où *VC* désigne les variables de contrôle. u_i est le terme d'erreur supposé, non corrélé avec $E(u/X) = 0$. Enfin, β_0 , β_1 et β_n sont les paramètres à estimer.

À l'instar d'Agrawal et al. (2011 ; 2015) et Guenther et al. (2018), l'éq. [1] décrit un cadre économétriquement relativement simple, reliant la distance géographique d'un contributeur i (Distance_i) avec son (ses) versement(s) (Versement_i), ainsi qu'avec des variables de contrôle susceptibles d'influencer cette relation.

L'éq. [1] est basée sur les études précitées, qui elles-mêmes s'inspirent des travaux de la littérature financière, en particulier ceux de Coval et Moskowitz (1999 ; 2001). Ces derniers utilisent des méthodes économétriques vraisemblablement plus « sophistiquées ». Toutefois, fondamentalement, elles essaient toutes d'examiner la relation entre la distance géographique et le portefeuille d'actions détenu par les gestionnaires, ou les fonds, pour mettre en exergue l'existence d'un biais domestique, comme dans l'éq. [1]. Celle-ci nous semble parfaitement adaptée à l'objet de cet article. Finalement, nous estimons le modèle suivant :

$$\text{Versement}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Distance}_i + \beta_2 \text{Genre}_i + \beta_3 \text{PIB/habitant}_i + \beta_4 \text{Jours}_i + u_i \quad [2]$$

Pour tester l'hypothèse 2, nous estimons le modèle ci-dessous :

$$\text{Versement}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Distance}_i * \text{F\&A}_i + \beta_2 \text{Genre}_i + \beta_3 \text{PIB/habitant}_i + \beta_4 \text{Jours}_i + u_i \quad [3]$$

Dans l'éq. [3], l'effet modérateur des F&A est mesuré par une multiplication entre les variables *Distance* et *F&A* – cf. Agrawal et al. (2015).

La Méthode d'estimation

Agrawal et al. (2011 ; 2015) et Guenther et al. (2018) estiment l'éq. [2] via la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO ; *Ordinary least squares*). Li (2015) affirme que cette mé-

thode comporte des limites lorsque la distribution est à queue épaisse (*heavy-tailed distribution*) dans la mesure où la présence de valeurs extrêmes augmentera ou diminuera vraisemblablement la moyenne, ce qui pourrait fausser la distribution de probabilité. De plus, les résultats fondés sur la moyenne, tels que le MCO, sont très sensibles aux valeurs aberrantes (Aguinis et al., 2013). Dans une telle situation, Li (2015) suggère d'utiliser la régression quantile (RQ) développée par Koenker et Bassett (1978) dans la mesure où cette méthode est robuste en présence de valeurs extrêmes ou aberrantes (Koenker et Hallock, 2001).

Nous présentons ci-après brièvement la RQ¹⁵. Soit $(y_i, x_i) = 1, 2, \dots, n$, un échantillon d'observations issu d'une population donnée avec x_i un vecteur de variables explicatives et y_i la variable à expliquer. En outre, on suppose que le $\theta^{\text{ème}}$ quantile de la distribution conditionnelle de y_i est linéaire en x_i , le quantile conditionnel (*Quant*) peut s'écrire comme suit (Buchinsky, 1995) :

$$y_i = x_i' \beta_\theta + u_{\theta i} \quad [4]$$

Le $\theta^{\text{ème}}$ quantile conditionnel de y en fonction de x s'écrit :

$$Quant_\theta(y_i/x_i) \equiv \inf \{y_i = F_i(y/x) \geq 0\} = x_i' \beta_\theta \quad [5]$$

Et :

$$Quant_\theta(\mu_{\theta i}/x_i) = 0 \quad [6]$$

Le quantile θ ($0 < \theta < 1$) de l'échantillon de y est la solution de la minimisation de la somme des résidus d'écart absolus :

$$\min_{\beta_\theta} \left\{ \sum_{i: y \geq x_i' \beta_\theta} \theta |y_i - x_i' \beta_\theta| + \sum_{i: y < x_i' \beta_\theta} (1-\theta) |y_i - x_i' \beta_\theta| \right\} = \min_{\beta_\theta} \sum \rho_\theta(\mu_{\theta i}) \quad [7]$$

Enfin, nous utilisons la méthode du *bootstrap*¹⁶ pour calculer les erreurs-types issues de la régression. En effet, Buchinsky (1995) recommande cette méthode pour de petits échantillons dans la mesure où elle produit des résultats plus robustes. Nous utilisons 1 000 réplifications *bootstrap* pour garantir une faible variabilité de la matrice des covariances.

RÉSULTATS

Statistiques descriptives et matrice de corrélation

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives. La Beun'aise a reçu 79 versements provenant de 73 contributeurs. Le montant moyen (médian) des versements est égal à 64,58€ (40,00€), avec un minimum de 10€ allant jusqu'à 250€ au maximum. La distance géographique moyenne (médiane) est approximativement de 461km (473km). Les F&A représentent 54% des contributeurs tandis que 30% d'entre eux sont des inconnus. Enfin, près de 46% des contributeurs sont des femmes. De manière générale, les données sont supposées suivre une loi Normale, lorsque les valeurs du skewness (d'asymétrie) et du kurtosis (d'aplatissement) sont respectivement égales à 0 ou inférieures à 3 (Mukherjee et al., 1998). En l'espèce, le tableau 1 montre que les valeurs du skewness ne sont pas proches de zéro, indiquant que nos variables ne sont pas distribuées symétriquement. Par ailleurs, les valeurs du kurtosis pour les

¹⁵ Les lecteurs intéressés peuvent consulter Koenker et Hallock (2001) ou Koenker (2005).

¹⁶ Ce sont des méthodes d'inférence statistiques basées sur la réplification multiple des données à partir du jeu de données étudié, selon les techniques de rééchantillonnage (Wooldridge, 2018).

versements et la distance géographique sont significativement supérieures à 3, suggérant des valeurs extrêmes dans la distribution. Ces résultats suggèrent la présence de valeurs aberrantes et de la non-normalité de certaines de nos variables dans les éq. [1] et [2], justifiant l'utilisation de la RQ (Koenker et Bassett, 1978), comme le suggère Li (2015).

Tableau 1 – Statistiques descriptives (N = 79)

Variables	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min.	Max.	Skewness	Kurtosis
Versements ¹	64,58	40,00	65,28	10,00	250,00	1,92	5,69
Distance ²	461,49	473,00	656,88	4,10	5 412	5,88	43,30
F&A	0,54	0,51	0,50	0	1	-0,17	1,03
Autres	0,16	0,37	0,37	0	1	1,81	4,27
Inconnus	0,30	0,46	0,46	0	1	0,92	1,85
Genre	0,46	0,00	0,50	0,00	1,000	0,18	1,03
PIB/habitant ¹	42 131	55 227	14 112,66	16 554	63 300	-0,13	1,12
Jours	26,25	27,00	15,11	0,00	58,00	0,08	2,12

¹ En euros. ² En km.

Toutes les variables sont définies dans la sous-section Variables.

Le tableau 2 présente la matrice de corrélation. De manière générale, une corrélation égale ou supérieure à 0,70 en valeur absolue peut indiquer un problème de multicolinéarité (Mela et Kopalle, 2002). En l'espèce, la corrélation la plus élevée en valeur absolue est celle que l'on observe entre les versements et le genre (0,26 ; en gras dans le tableau 2). Dans la mesure où ce chiffre est significativement inférieur à 0,70 en valeur absolue, la multicolinéarité ne semble donc pas être un problème. Pour confirmer ce résultat, nous avons généré les VIF (Variance Inflation Factor). Aucune valeur n'excède 2, une valeur significativement inférieure à la valeur communément admise de 10, indiquant ainsi des problèmes de multicolinéarité (Chatterjee et Hadi, 2012). Par conséquent, nous concluons que la multicolinéarité n'a aucun impact sur nos analyses futures.

Tableau 2 – Matrice de corrélation

Variables	1	2	3	4	5
1. Versements	1,00				
2. Distance	0,08	1,00			
3. Genre	-0,26**	-0,16	1,00		
4. PIB/Habitant	0,19	0,11	0,06	1,00	
5. Jours	0,10	-0,17	-0,10	-0,01	1,00
VIF	1,13	1,08	1,05	1,02	1,05

** désigne le seuil de signification à 5%.

Principaux résultats

Le tableau 3 montre les résultats de l'éq. [2] à différents quantiles (θ). L'hypothèse de recherche 1 suggère qu'il existe un biais domestique dans le financement participatif de notre microbrasserie. Le tableau 3 montre que le coefficient associé à la distance géographique n'est pas significativement corrélé avec les versements au seuil de 10%, quel que soit le quantile considéré. Ce résultat suggère donc qu'il n'existe pas de biais domestique dans le financement participatif de La Beun'aise. Ce résultat est en adéquation avec les travaux de Guenther et *al.* (2018), mais contraste avec les études d'Agrawal et *al.* (2015) et de Lin et Viswanathan (2016). En définitive, notre hypothèse de recherche 1 n'est pas validée.

Concernant les variables de contrôle, nous remarquons que la variable associée au genre est négativement et significativement corrélée avec les versements pour $\theta = 0,10, 0,25$ et $0,50$. Ce résultat tend à confirmer la littérature sur l'aversion des femmes pour le risque. En l'espèce, bien que les femmes représentent près de 46% des versements, les hommes ont plus investi dans La Beun'aise. Ce résultat est confirmé aux études de Groza *et al.* (2020) ou Gafni *et al.* (2021), qui constatent que la contribution des femmes à un FP est différenciée en termes de versements. Notre résultat semble également corroborer les travaux de Sunden et Surette (1998) et Croson et Gneezy (2009) que les femmes sont averses au risque en investissant dans des actifs jugés moins risqués. Par ailleurs, pour ce qui est du PIB/habitant, qui représente la richesse d'une région en termes d'économie, nous constatons que cette variable n'est pas significativement corrélée avec les versements à tous les quantiles. Ceci suggère que la richesse de la région d'un contributeur n'influence pas sa décision de participer au financement participatif de notre microbrasserie. Ce résultat s'oppose à celui de Dejean (2020). Enfin, le nombre de jours n'est pas significativement corrélé aux versements au seuil de 10%, suggérant que, contrairement à certaines études (Mollick, 2014; Agrawal *et al.*, 2015; Kuppuswamy et Bayus, 2018) soutenant qu'une durée plus longue des contributions est incitative, la période de collecte de fonds (ici 58 jours) ainsi que la date de versement n'ont aucune incidence sur le financement participatif de La Beun'aise.

Tableau 3 – Résultats de la RQ

Variables	RQ				
	$\theta = 0,10$	$\theta = 0,25$	$\theta = 0,50$	$\theta = 0,75$	$\theta = 0,90$
Distance	0,00 (0,12)	0,00 (-0,00)	-0,00 (-0,23)	0,00 (0,02)	0,00 (1,12)
Genre	-9,55*** (-2,23)	-10,00*** (-2,10)	-21,43** (-2,24)	-28,89 (-1,31)	21,17 (0,52)
PIB/habitant	0,00 (1,43)	-0,00 (-0,00)	0,00 (0,89)	0,00* (1,88)	0,00** (2,58)
Jours	0,23 (0,48)	-0,00 (-0,00)	-1,17 (-1,05)	-1,30 (-0,66)	0,00 (0,51)
Constante	-0,10 (-0,00)	30,00 (0,91)	96,05* (1,72)	90,60 (0,87)	-8,18 (-0,38)
Pseudo R ²	0,04	0,07	0,05	0,11	0,31

Les statistiques *t* sont entre parenthèses. Les erreurs-types sont obtenues en utilisant la méthode des *bootstrap* (Buchinsky, 1995). Les symboles***, ** et * désignent les seuils de signification respectivement de 1 %, 5 % et 10%.

Le tableau 4 montre les résultats de l'éq. [3] à différents quantiles (θ). L'hypothèse de recherche 2 suggère que les F&A modèrent le biais domestique dans le financement participatif de notre microbrasserie. Le tableau 4 montre que, quel que soit le quantile considéré, le coefficient *Distance * F&A* n'est pas significativement corrélé avec les versements au seuil de 10%. Ce résultat vient confirmer le résultat précédent : dans la mesure où la relation entre la distance géographique et les versements semble être non significative (au seuil de 10%), il était peu probable que les F&A puissent venir modérer cette relation. Nos résultats viennent atténuer ceux d'Agrawal *et al.* (2015) : s'il n'existe pas de biais domestique, les F&A ne peuvent pas modérer cette relation, contrairement au cas où ce biais domestique existe. Les F&A peu-

vent atténuer, voire amenuiser, cette relation. En définitive, notre hypothèse de recherche 2 n'est pas validée¹⁷.

Tableau 4 – Résultats de la RQ avec effet modérateur

Variables	RQ				
	$\theta = 0,10$	$\theta = 0,25$	$\theta = 0,50$	$\theta = 0,75$	$\theta = 0,90$
Distance * F&A	0,00 (0,17)	0,00 (0,00)	-0,01 (-0,18)	-0,01 (-0,17)	0,09 (1,65)
Genre	-9,26** (-2,38)	-10,00*** (-2,01)	-21,35** (-2,01)	-30,68 (-1,51)	-0,18 (-0,49)
PIB/habitant	0,00 (1,07)	-0,00 (-0,00)	0,00 (0,81)	0,00* (1,72)	0,01*** (3,33)
Jours	0,36 (0,71)	0,00 (0,00)	-1,10 (-1,08)	-1,19 (-0,65)	0,41 (0,18)
Constante	-3,16 (0,11)	30,00 (0,91)	95,67* (1,90)	95,98 (-1,02)	-60,70*** (-0,51)
Pseudo R ²	0,04	0,08	0,05	0,11	0,32

Les statistiques *t* sont entre parenthèses. Les erreurs-types sont obtenues en utilisant la méthode des *bootstrap* (Buchinsky, 1995). Les symboles***, ** et * désignent les seuils de signification respectivement de 1 %, 5 % et 10%.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Notre recherche à partir du cas du financement participatif de la microbrasserie La Beun'aise se conclut sur une non-vérification de nos hypothèses – il n'existe pas de biais domestique et par conséquent les F&A ne le modèrent pas. Même s'il nous est difficile de généraliser ces résultats, ils nous ont conduit à nous interroger sur les implications pour les opérations de levées de fonds et pour la gestion de plateformes de financement participatif.

Nous nous sommes demandés, (i) si, concernant le second point, le paradoxe du biais local pouvait se comprendre comme une analyse de sensibilité inhérente à toute adaptation, à l'échelle locale, d'un environnement évolutif, (ii) si, concernant le premier point, le financement participatif ne constituait pas, à travers sa logique de plateforme communautaire, une forme de conception et d'action collective innovante plus adaptée aux situations échappant, en tout ou partie, aux formes standards de financement, ces situations pouvant être celles de financeurs « experts » devant faire une analyse de sensibilité permanente dans un environnement évolutif ou celles de financeurs « non nécessairement experts » recherchant une « mission d'utilité commune ».

- Implications pour les opérations de levées de fonds :

L'utilisation par la population, de manière quasi-généralisée, d'outils numériques (plateforme web, groupe Facebook, compte twitter...) réinterroge la relation au « biais domestique » ou au « correcteur local ». Chaque outil numérique a son propre public qui n'est pas forcément identique, même s'il peut exister des interactions entre eux. La mise à disposition d'informations n'est pas configurée de la même façon, justifiée par une finalité divergente de ces outils auprès d'un public cible (Facebook diffusant plutôt du contenu de sociabilisation relationnelle alors que twitter s'inscrit plus dans la transmission d'information professionnelle). Ces outils numériques participent à la réduction du risque d'activité d'une entreprise (accès/partage de l'information, suivi de projet, intervention tactique ou stratégique, lien permanent avec des

¹⁷ Nous ne discuterons pas des variables de contrôle dans la mesure où nous avons les mêmes résultats que dans le tableau 3.

communautés, etc.). Les méthodes analytiques ou de simulation s'appuyant sur ces outils numériques, aussi puissantes soient-elles, sont peu accessibles et plutôt réservées aux financeurs « experts » (complexité de modélisation, de mise en œuvre et de calcul). Au vu de nos résultats, rien ne permet d'affirmer l'existence d'un biais domestique ou d'un débiaiseur local. Pour autant, rien ne permet de généraliser ces résultats à partir de leur inexistence car, bien évidemment, le cas d'une microbrasserie locale ne fait pas une généralité. L'existence (ou non) de ce biais domestique mérite d'être testée plus largement au sein du financement participatif. Travailler sur ce cas de la microbrasserie a cependant permis d'ouvrir une réflexion théorique sur le biais domestique, qualifié « d'anomalie décisionnelle » par la théorie moderne du portefeuille de Markowitz (1952), au motif qu'il conduirait à des contreperformances économiques, alors qu'il est considéré par d'autres comme un « correcteur local » d'asymétrie informationnelle, à coût négligeable, pouvant améliorer l'efficacité économique : autrement dit, un « débiaiseur local » ayant une utilité économique potentielle (sinon réelle) versus un « biais domestique » économiquement inefficace. Il y a des raisons de penser que cette manière de requalifier ladite « anomalie décisionnelle » permettrait de la clarifier.

- Implications pour la gestion de plateformes de financement participatif

La notion de communauté est une forme organisée du fonctionnement collectif distincte des formes transactionnelles d'un marché ou des formes prescriptives d'une hiérarchie (Adler, 2001 ; Ouchi, 1980). Elle se construit notamment sur des liens d'appartenance, de solidarité, de valeurs partagées, forts et durables (Adler et al., 2008). C'est bien le cas lorsque les financeurs ne sont pas des « experts » ou qu'ils ne sont pas motivés par les questions de rendements ou de risques. Les méthodes analytiques, ou de simulation, cèdent alors le pas à des logiques « écosystémiques » (Adner et Kapoor, 2010 ; Iansiti et Levien, 2004) qui s'inscrivent dans la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE). Les contributeurs aux projets, dans l'optique de voir se développer de nouvelles activités économiques de proximité, suivent de telles logiques missionnaires, participatives et d'appartenance territoriale (Cuénoud et Wolff, 2019). Par rapport aux autres plateformes françaises, *Jadopteunprojet.com* se caractérise par une démarche territoriale forte, un engagement social indéniable et une volonté de lutter contre l'exclusion numérique des porteurs de projet.

Les contributeurs peuvent également suivre des logiques d'appartenance à un écosystème non nécessairement géographique ni territorial, comme le « love money » (ou argent de l'amour) qui concernent les deux premiers cercles familiaux et amicaux de l'entourage proche (le troisième cercle étant le grand public ou les inconnus). Il est intéressant de voir comment les financeurs « non experts » se comportent sur une plateforme de financement participatif par rapport aux financeurs « experts » qui, dans un environnement évolutif, cherchent un « correcteur ou débiaiseur local ». À l'opposé des investisseurs, qui raisonnent en termes de risque-rendement, les contributeurs/citoyens sont à même d'abonder une collecte par effet coup de cœur pour des projets à forte plus-value sociétale : création d'une nouvelle activité, démarche de reconversion professionnelle des deux fondateurs, retour au « pays » pour l'un des deux, activité qui inspire la sympathie (la bière) dans un cadre artisanal (fait maison) et local (microbrasserie). Dans le cas étudié, la singularité des contreparties proposées (un sous-bock, un porte-clés décapsuleur, une bouteille de bière, etc.) confirme le postulat de « non-lucrativité ». Ce n'est pas un cas à part. Depuis la crise économique de 2008, et plus spécifiquement avec la crise sanitaire actuelle et ses conséquences dramatiques (explosion du chômage, plans de licenciement, reconversions professionnelles, etc.), les startups, les TPE et les PME se sont tournées vers le financement participatif. Et même si la période Covid-19 a pu impacter l'activité de la plateforme *Jadopteunprojet.com* (diminution du nombre de projets de 30% en 2020), nous avons pu observer une augmentation du montant versé par les contributeurs (multiplication par deux des montants collectés entre 2020 et 2021).

Dans un environnement externe évolutif, *Jadopteunprojet.com* peut constituer un lieu de « conception collective innovante », présentant une modularité, une agilité et une capacité d'adaptation plus élevées que dans les structures classiques (Ciborra, 1996). En effet : « qui-conque imagine quelques dispositions visant à changer une situation existante en une situation préférée est un concepteur » (Simon, 1996, p. 111). Du reste, un processus innovant est « un processus dynamique dans lequel le savoir s'accumule par apprentissages et interactions » (Manuel d'Oslo 2005, OCDE, p. 39) et qui va de la conception d'un objet, d'une idée ou d'un comportement nouveau jusqu'à son acceptation et son application généralisée (Crespin-Mazet et al., 2019). « The platform works as a collective, cognitive engine enacted by a pool of flexible human resources for exploring and trying out multiple combinations of old and new organizational arrangements » (Ciborra 1996, p.104).

Des questions restent ouvertes. Comment dépasser le « biais local », la distance géographique, sésame semble-t-il de la réussite d'une collecte au-delà de la raison (premier et deuxième cercles) ? Quels éléments (nature du projet, contreparties proposées, communication pertinente...) permettraient d'orienter favorablement la collecte ? Il conviendrait peut-être d'analyser les typologies des donateurs, et plus spécifiquement, les raisons qui ont pu conforter cet acte de don (dimension psychosociale, empathique, solidaire, relationnelle, ...) et redéfinir la dimension « locale » (au regard du siège social ? des lieux de vie ? de souvenirs ? ...).

RÉFÉRENCES

- ADLER, P. S. (2001), Market, hierarchy, and trust: The knowledge economy and the future of capitalism, *Organization Science*, 12(2), 215-234.
- ADLER, P. S., KWON, S.-W. W. HECKSCHER, C. (2008), Professional Work: The Emergence of Collaborative Community. Perspective, *Organization Science*, 19(2), 359-376.
- ADNER, R. KAPOOR, R. (2010), Value creation in innovation ecosystems: How the structure of technological interdependence affects firm performance in new technology generations, *Strategic Management Journal*, 31(3), 306-333.
- AGRAWAL, A. K., CATALINI, C. GOLDFARB, A. (2011), *The geography of crowdfunding*, NBER Working Paper No. 16820.
- AGRAWAL, A. K., CATALINI, C. GOLDFARB, A. (2014), Some simple economics of crowdfunding, *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63-97.
- AGRAWAL, A. K., CATALINI, C. GOLDFARB, A. (2015), Crowdfunding: Geography, social networks, and the timing of investment decisions, *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253-274.
- AGUINIS, H., GOTTFREDSON, R. K. JOO, H. (2013), Best-practice recommendations for defining, identifying, and handling outliers, *Organizational Research Methods*, 16(2), 270-301.
- AHLERS, G. K. C., CUMMING, D., GÜNTHER, C. SCHWEIZER, D. (2015), Signaling in equity crowdfunding, *Entrepreneurship theory and practice*, 39(4), 955-980.
- ARENA, M. P. DEWALLY, M. (2012), Firm location and corporate debt, *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1079-1092.
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T. SCHWIENBACHER, A. (2014), Crowdfunding: Tapping the right crowd, *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609.
- BEN SLIMANE, F., ROUSSELET, E (2018), Le financement participatif (ou le crowlending) aux PME et TPE : mythes et réalités d'une innovation financière, *Innovations*, 2018/2 (N° 56), p. 15-39.
- BERTRAND, C. JAKUBOWSKI, B. (2016), Le fric, c'est chic: panorama du crowdfunding en 2016, *Annales des Mines - Réalités industrielles*, Février(1), 38-43.

- BESSIÈRE, V. STEPHANY, É. (2014), Le financement par crowdfunding, *Revue Française de Gestion*, 2014(5), 149-161.
- BINET, M.-E. FACCHINI, F. (2013), Okun's law in the French regions: a cross-regional comparison, *Economics Bulletin*, 33(1), 420-433.
- BODNARUK, A. (2009), Proximity always matters: Local bias when the set of local companies changes, *Review of Finance*, 13(4), 629-656.
- BOURCET, C., CEZANNE, C., RIGOT, S., SAGLIETTO, L. (2019), Le financement participatif de projets d'énergies renouvelables (EnR) : éclairages sur le modèle économique et les risques d'une plateforme française, *Innovations*, 2019/2 (N° 59), p. 151-177.
- BUCHINSKY, M. (1995), Estimating the asymptotic covariance matrix for quantile regression models a Monte Carlo study, *Journal of Econometrics*, 68(2), 303-338.
- BURTCH, G., GHOSE, A. WATTAL, S. (2013), Cultural differences and geography as determinants of online pro-social lending, *MIS Quarterly*, 38(3), 773-794.
- CALMÉ, I., FADIL, N. RENAULT, S. (2019), Le recours à la foule pour les PME: contours, enjeux et perspectives, *Revue internationale PME*, 32(3),
- CALMÉ, I., ONNÉE, S. ZOUKOUA, É.-A. (2016), Plateformes de crowdfunding et acteurs de l'écosystème entrepreneurial-Quelle (s) coopération (s), quels business models ?, *Revue Française de Gestion*, 42(259), 139-154.
- CHATTERJEE, S. HADI, A. S. (2012), *Regression analysis by example - 5th ed.*, Wiley-Interscience, Hoboken, N.J.
- CIBORRA, C. U. (1996), The Platform Organization: Recombining Strategies, Structures, and Surprises, *Organization Science*, 7(2), 103-118.
- COVAL, J. D. MOSKOWITZ, T. J. (1999), Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios, *The Journal of Finance*, 54(6), 2045-2073.
- COVAL, J. D. MOSKOWITZ, T. J. (2001), The geography of investment: Informed trading and asset prices, *Journal of Political Economy*, 109(4), 811-841.
- CRESPIN-MAZET, F., GOGGIO-PRIMARD, K., GUITTARD, C. DUPONT, L. (2019), Communautés et agilité: la complexité de l'organisation innovante, *Innovations*, 58(1), 5-17.
- CROSON, R. GNEEZY, U. (2009), Gender differences in preferences, *Journal of Economic literature*, 47(2), 448-474.
- CUÉNOUD, T. (2015), jadopteunprojet. com, une plateforme de crowdfunding appuyée sur son territoire, *Entreprendre & Innover*, 2015(2), 62-70.
- CUÉNOUD, T. WOLFF, D. (2019), Capital social territorialisé: une illustration des éléments constitutifs de la «foule» dans le cadre d'une campagne de financement participatif, *Revue internationale PME*, 32(3-4), 149-173.
- CUMMING, D. DAI, N. (2010), Local bias in venture capital investments, *Journal of Empirical Finance*, 17(3), 362-380.
- CUMMING, D., MEOLI, M. VISMARA, S. (2021), Does equity crowdfunding democratize entrepreneurial finance?, *Small Business Economics*, 56(2), 533-552.
- DA CRUZ, J. V. (2018), Beyond financing: crowdfunding as an informational mechanism, *Journal of Business Venturing*, 33(3), 371-393.
- DAVIES, W. E. GIOVANNETTI, E. (2018), Signalling experience & reciprocity to temper asymmetric information in crowdfunding evidence from 10,000 projects, *Technological Forecasting and Social Change*, 133(August), 118-131.
- DEJEAN, S. (2020), The role of distance and social networks in the geography of crowdfunding: evidence from France, *Regional Studies*, 54(3), 329-339.
- FAN, H. GAO, T. LIU, S. (2021), The Nearer, the Better? The Impact of Cultural and Geographic Distance on Crowdfunding Project Attractiveness, *Mathematical Problems in Engineering*, Volume 2021.

- FASSHAUER, I. (2016), Contrôler pour la foule ? - Le cas des plateformes d'equity-crowdfunding, *Revue Française de Gestion*, 42(259), 51-68.
- FORMAN, C., GHOSE, A. GOLDFARB, A. (2009), Competition between local and electronic markets: How the benefit of buying online depends on where you live, *Management Science*, 55(1), 47-57.
- GAFNI, H., MAROM, D., ROBB, A. SADE, O. (2021), Gender Dynamics in Crowdfunding (Kickstarter): Evidence on Entrepreneurs, Backers, and Taste-Based Discrimination, *Review of Finance*, 25(2), 235-274.
- GALLEMORE, C., NIELSEN, K. R. JESPERSEN, K. (2019), The uneven geography of crowdfunding success: Spatial capital on Indiegogo, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 51(6), 1389-1406.
- GIUDICI, G., GUERINI, M. ROSSI-LAMASTRA, C. (2018), Reward-based crowdfunding of entrepreneurial projects: the effect of local altruism and localized social capital on proponents' success. *Small Bus Econ*, 50, 307–324.
- GRINBLATT, M. KELOHARJU, M. (2001), How distance, language, and culture influence stockholdings and trades, *The Journal of Finance*, 56(3), 1053-1073.
- GROZA, M. P., GROZA, M. D. BARRAL, L. M. (2020), Women backing women: The role of crowdfunding in empowering female consumer-investors and entrepreneurs, *Journal of Business Research*, 117(432-442).
- GUENTHER, C., JOHAN, S. SCHWEIZER, D. (2018), Is the crowd sensitive to distance?—How investment decisions differ by investor type, *Small Business Economics*, 50(2), 289-305.
- HUBERMAN, G. (2001), Familiarity breeds investment, *The Review of Financial Studies*, 14(3), 659-680.
- IANSTITI, M. LEVIEN, R. (2004), Strategy as ecology, *Harvard Business Review*, 82(3), 68-78, 126.
- IVKOVIĆ, Z. WEISBENNER, S. (2005), Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments, *The Journal of Finance*, 60(1), 267-306.
- JAYNES, E. T. (2003), *Probability theory: the logic of science*, Cambridge University Press, Cambridge.
- JOHN, K., KNYAZEVA, A. KNYAZEVA, D. (2011), Does geography matter? Firm location and corporate payout policy, *Journal of Financial Economics*, 101(3), 533-551.
- JOSEFY, M., DEAN, T. J., ALBERT, L. S. FITZA, M. A. (2017), The role of community in crowdfunding success: Evidence on cultural attributes in funding campaigns to “Save the local theater”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 161-182.
- KOENKER, R. (2005), *Quantile regression*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KOENKER, R. BASSETT, G. (1978), Regression quantiles, *Econometrica*, 46(1), 33-50.
- KOENKER, R. HALLOCK, K. F. (2001), Quantile regression, *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), 143-156.
- KUPPUSWAMY, V. BAYUS, B. L. (2018), Crowdfunding creative ideas: The dynamics of project backers, in CUMMING, D. HORNUF, L. (eds.), *The economics of crowdfunding : startups, portals and investor behavior*, Palgrave Macmillan, Cham, 151-182.
- LAI, S. TEO, M. (2008), Home-biased analysts in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(3), 685-716.
- LEE, S. PERSSON, P. (2016), Financing from family and friends, *The Review of Financial Studies*, 29(9), 2341-2386.
- LEWIS, K. K. (1999), Trying to explain home bias in equities and consumption, *Journal of Economic Literature*, 37(2), 571-608.
- LI, M. (2015), Moving beyond the linear regression model: Advantages of the quantile regression model, *Journal of Management*, 41(1), 71-98.

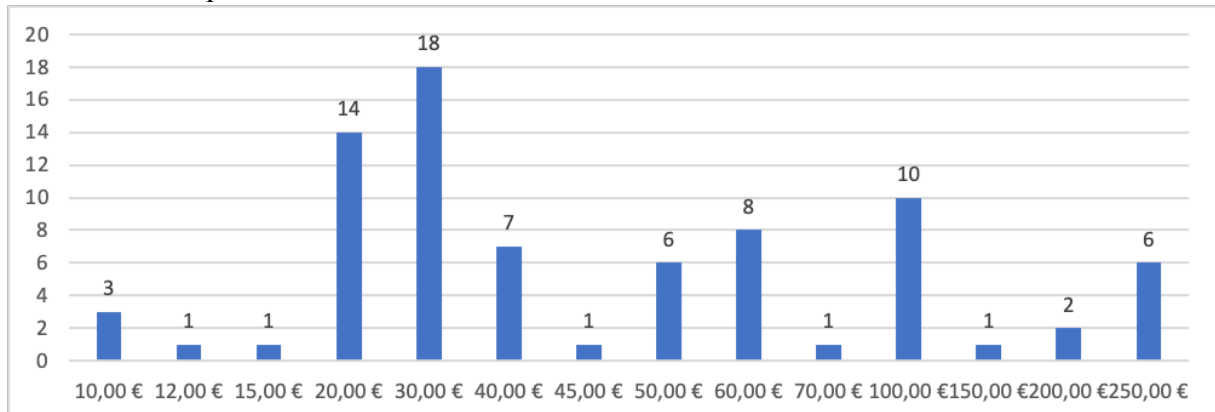
- LIN, M., PRABHALA, N. R. VISWANATHAN, S. (2013), Judging borrowers by the company they keep: Friendship networks and information asymmetry in online peer-to-peer lending, *Management Science*, 59(1), 17-35.
- LIN, M. VISWANATHAN, S. (2016), Home bias in online investments: An empirical study of an online crowdfunding market, *Management Science*, 62(5), 1393-1414.
- MALLOY, C. J. (2005), The geography of equity analysis, *The Journal of Finance*, 60(2), 719-755.
- MARKOWITZ, H. (1952), Portfolio selection, *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- MAURER, F. (2005), L'impact du risque de marché sur le résultat de l'entreprise, *Revue française de gestion*, 4), 59-78.
- MAUSS, M. (2021), *Essai sur le don : forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques*, Éditions Allia, Paris.
- MENDES-DA-SILVA, W. ROSSONI, L. FRANCISCO, E. GATTAZ, C.C. (2019), Geographic Distance and Reward Crowdfunding Donation, *Individual Behaviors and Technologies for Financial Innovations*, Springer International Publishing.
- MELA, C. F. KOPALLE, P. K. (2002), The impact of collinearity on regression analysis: the asymmetric effect of negative and positive correlations, *Applied Economics*, 34(6), 667-677.
- MOLLICK, E. (2014), The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- MUKHERJEE, C., WHITE, H. WUYTS, M. (1998), *Econometrics and data analysis for developing countries*, Routledge, New York.
- OCDE (2005), *Manuel d'Oslo : Principes directeurs pour le recueil et l'interprétation des données sur l'innovation*, OCDE, Paris.
- ONNÉE, S. RENAULT, S. (2013), Le financement participatif: atouts, risques et conditions de succès, *Gestion*, 38(3), 54-65.
- ONNÉE, S. RENAULT, S. (2014), Crowdfunding: vers une compréhension du rôle joué par la foule, *Management & Avenir*, 74(8), 117-133.
- OUCHI, W. G. (1980), Markets, bureaucracies, and clans, *Administrative Science Quarterly*, 25(1), 129-141.
- OWEN-SMITH, J. POWELL, W. W. (2004), Knowledge networks as channels and conduits: The effects of spillovers in the Boston biotechnology community, *Organization Science*, 15(1), 5-21.
- PETTIGREW, A. M. (1973), *The Politics of Organizational Decision Making*, Tavistock, London.
- RENAULT, S. (2014), Crowdsourcing: La nébuleuse des frontières de l'organisation et du travail, *RIMHE: Revue Interdisciplinaire Management, Homme Entreprise*, 11(3), 23-40.
- RICORDEAU, V. (2013), *Crowdfunding : le financement participatif bouscule l'économie !*, Fyp éditions, Paris.
- ROSE, S. WENTZELA, D. HOPP, C. KAMINSKI, J. (2021), Launching for success: The effects of psychological distance and mental simulation on funding decisions and crowdfunding performance, *Journal of Business Venturing*, Volume 36, Issue 6
- SHANE, S. CABLE, D. (2002), Network ties, reputation, and the financing of new ventures, *Management Science*, 48(3), 364-381.
- SIMON, H. A. (1996), *The Sciences of the Artificial*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- STUART, T. E. SORENSON, O. (2003), Liquidity events and the geographic distribution of entrepreneurial activity, *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 175-201.
- SUNDEN, A. E. SURETTE, B. J. (1998), Gender differences in the allocation of assets in retirement savings plans, *The American Economic Review*, 88(2), 207-211.
- TANG, L. BAKER, R. AN, L. (2020), The success of crowdfunding projects: technology, globalization, and geographic distance, *Economics of Innovation and New Technology*, 1-22.

VAZNYTE, E., ANDRIES, P. MANIGART, S. (2020), Are you part of the crowd? The role of sex and environmental characteristics for crowdfunding awareness, *Journal of Small Business Management*, forthcoming(

WOOLDRIDGE, J. M. (2018), *Introduction à l'économétrie : une approche moderne*, De Boeck Supérieur, Louvain-la-Neuve.

ZHANG, J. LIU, P. (2012), Rational herding in microloan markets, *Management Science*, 58(5), 892-912.

Annexe 1 : Fréquence des valeurs de dons en euros



Source : Données fournies par jadopteunprojet.com