

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL
FACULTÉ DES LETTRES ET SCIENCES HUMAINES

THÈSE DE DOCTORAT

Soutenue le 24 mars 2017 à Neuchâtel

L'industrie financière en transition : une approche
territoriale et institutionnaliste des innovations
financières

Victoriya Salomon

Groupe de recherche en économie territoriale (GRET)

Institut de Sociologie

Sous la direction d'Olivier CREVOISIER
Professeur Ordinaire, Université de Neuchâtel

Rapporteurs :

Maria Giuseppina Lucia

Professore Ordinario, Università degli Studi di Torino

Christian Arnsperger

Professeur Ordinaire, Université de Lausanne

Philipp Balsiger

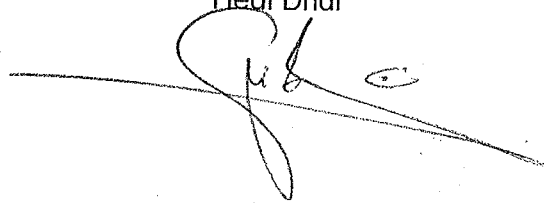
Professeur Assistant, Université de Neuchâtel

IMPRIMATUR

La Faculté des lettres et sciences humaines de l'Université de Neuchâtel, sur les rapports de M. Olivier Crevoisier, directeur de thèse, professeur à l'Université de Neuchâtel ; Mme Maria Giuseppina Lucia, professeure, Université de Turin ; M. Christian Arnsperger, professeur, Université de Lausanne ; M. Philip Balsiger, professeur assistant, Université de Neuchâtel autorise l'impression de la thèse présentée par Mme Victoriya Salomon en laissant à l'auteur la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 24 mars 2017

Le doyen
Hédi Dridi



REMERCIEMENTS

La thèse de doctorat représente un travail à la fois solitaire et collaboratif, qui s'inscrit dans la durée et constitue le fruit de contributions de nombreuses personnes que j'aimerais remercier chaleureusement.

Mes premiers remerciements vont à mon directeur de thèse, Olivier Crevoisier, pour son soutien sans faille, sa confiance et sa disponibilité professionnelle et humaine tout au long de mon parcours de thèse. Je te remercie, Olivier, d'avoir cru en mes capacités, d'avoir toujours été là pour discuter, débattre des idées, proposer de nouvelles pistes. Merci encore pour toutes les démarches administratives et les efforts que tu as entrepris pour me permettre de réaliser ma thèse dans les meilleures conditions. Un grand merci pour tes qualités humaines et les efforts de '*team building*'. Je garde de très beaux souvenirs de nos sorties et de nos escapades « au vert » avec le GRET.

Je remercie chaleureusement tous mes chers collègues et amis du GRET : Ariane, Thierry, Nelson, Hugues, Delphine, Alain, Christian. Un grand merci à Ariane Huguenin avec qui j'ai partagé le bureau, mais aussi des idées, des petits soucis et des joies durant tout ce parcours. Merci pour ta disponibilité, tes conseils et ton écoute attentive. Je remercie chaleureusement Thierry Theurillat pour sa contribution importante à ma recherche, ses conseils et ses encouragements.

Je tiens à remercier les évaluateurs anonymes qui, grâce à leurs critiques constructives et leurs suggestions pertinentes, ont contribué à l'amélioration de la qualité des articles et à l'avancement de la thèse. Je remercie également toutes les personnes que j'ai interviewées dans le cadre de cette recherche et qui ont fourni des informations essentielles à son bon avancement.

Un grand merci au Fonds national suisse de recherche scientifique (FNRS) qui m'a permis, grâce à son soutien financier, de me consacrer sereinement à l'élaboration de ma thèse.

Au terme de ce parcours, je remercie enfin celles et ceux qui me sont chers et que j'ai quelque peu délaissés ces derniers mois pour achever cette thèse. Leurs attentions et encouragements m'ont accompagnée tout au long de ces années. Je remercie de tout mon cœur mon mari David pour sa patience, sa foi en mes capacités et son soutien sans faille. Je remercie aussi ma maman Tatiana pour son soutien moral et sa confiance indéfectible dans mes choix. Enfin, un tout grand merci à mes deux petits trotteurs, Anaïs et Boris, qui, par leurs rires et leurs pleurs m'ont efficacement aidée à me changer les idées et à mieux résister au stress de fin de thèse.

« On cherche la certitude alors que le monde est en mouvement permanent... »

Bertrand Piccard

RÉSUMÉ

Mots clés – key words

Crowdfunding, finance durable, finance digitale, *Fintech*, transition numérique, changement institutionnel, circuits d'investissement, évaluation, plateforme d'intermédiation

Crowdfunding, sustainable finance, digital finance, *Fintech*, digital transition, institutional change, investment circuits, evaluation, intermediary platform

Les causes et les conséquences de la crise financière globale de 2008 ont profondément marqué les esprits et ont impulsé une transition vers un nouvel ordre économique et financier. La reconfiguration du système financier en Suisse et la création de nouveaux circuits d'investissement, mieux articulés aux dynamiques économiques territoriales, constituaient l'hypothèse de départ de ce projet de recherche.

Inspiré par la Théorie de la Régulation, l'objectif de cette thèse consistait à explorer les processus de transition « par le haut » afin d'identifier de nouvelles modalités d'investissement mises en place par les grands acteurs de la finance, notamment les investisseurs institutionnels. La première étape de cette recherche, centrée sur les stratégies de gestion financière des caisses de pension suisses, a permis de mettre en évidence le phénomène d'hystérésis institutionnelle caractérisé par l'absence d'initiatives de la part des grands investisseurs, d'une part, et par l'échec de nombreuses réformes de régulation financière, d'autre part.

Partant de cette constatation, la deuxième étape de ce travail de thèse a été consacrée à l'exploration de « signaux faibles » de la transition « par le bas », ceci à travers des études de cas d'innovations financières issues de la transition numérique (ex. plateformes de *crowdfunding*) ou de la transition vers une économie durable (ex. fonds d'investissement durable).

Composée de trois articles et d'un « chapeau » introductif, cette thèse a contribué à l'élaboration d'une approche méthodologique et interprétative particulière permettant d'articuler différentes théories de la transition et du changement institutionnel et les cas empiriques d'innovations financières, ceci dans une approche territoriale de la finance.

Inscrit en géographie de la finance, le premier article aborde la question de la transition à travers le cas de la finance durable en Suisse. A partir d'une étude de cas des fonds d'investissement durable (ou ISR), cet article traite des liens entre la finance de marché et le

territoire en montrant comment la « *valeur financière durable* » a pu être socialement construite et légitimée par l'industrie financière, grâce à des dispositifs sociotechniques de dé-contextualisation des activités des entreprises financées par ces fonds. Après avoir mis en évidence le nécessaire ancrage territorial des objectifs de développement durable, cet article identifie les mécanismes de validation sociale de la « *valeur durable* » des produits financiers et souligne leurs limites.

Dans le deuxième article, les processus de transition ont été explorés à travers l'exemple emblématique de nouvelles plateformes de financement participatif (ex. *crowdfunding*) en tant que nouveaux acteurs d'investissement direct dans des entreprises innovantes. Motivée par le problème de gestion de l'incertitude, cette étude a cherché à comprendre dans quelle mesure ce nouveau modèle d'évaluation de projets d'investissement, mis en place par les plateformes de *crowdfunding*, remet en question les approches plus traditionnelles des acteurs majoritaires de la finance directe (sociétés de capital-riche et clubs de *business angels*).

Réalisé en continuité avec l'article précédent, le troisième article de thèse s'est fixé comme objectif d'approfondir la compréhension des particularités des nouvelles modalités d'(é)valuation de startups sur les plateformes de *crowdfunding*. Il s'est donc intéressé à identifier et à expliquer la manière dont ces acteurs-plateformes exploitent des dispositifs sociotechniques qui tirent leur avantage des technologies numériques et des réseaux sociaux sur Internet.

La partie introductive ou le « chapeau » a été réalisée sous forme de « méta-analyse » afin de mettre en perspective les différentes entrées théoriques, conceptuelles et empiriques articulées aux trois articles de thèse tout en explicitant l'ensemble de la démarche.

SOMMAIRE

Remerciements	3
Résumé	7
Sommaire.....	9
Liste des figures	13
INTRODUCTION.....	15
Quelle approche de la crise financière ?	17
Démarche de la recherche et structure de la thèse	18
Démarche méthodologique.....	22
PARTIE 1 : MISE EN PERSPECTIVE THEORIQUE DE LA THESE	25
1. Le contexte général après la crise et la transition « par le haut ».....	27
1.1. Le processus de financiarisation dans un contexte néolibéral	28
1.2. La Théorie de la Régulation et la transition « par le haut »	30
1.3. L'absence d'initiatives « par le haut » : entrée par les caisses de pension suisses.....	32
2. Le contexte d'aujourd'hui : la transition numérique et l'essor de la finance digitale	34
2.1. Transition « par le bas » : milieux, niches et entrepreneuriat institutionnel.....	35
2.1.1. Vision schumpétérienne et entrepreneuriat institutionnel	35
2.1.2. Innovations de niche dans une perspective de « niveaux multiples ».....	36
3. Vers une approche territoriale intégrative.....	38
3.1. Approche territoriale de l'économie et de la finance : institutions, relations et territoire	38
3.2. Le changement institutionnel dans une approche territoriale	39
4. Articles de la thèse et questions transversales.....	41
4.1. Quelles approches de la gestion de l'incertitude ?	42
4.1.1. Finance indirecte	42
4.2. Article 1 : Construction de la « valeur financière durable » dans un contexte de coupure	43
au territoire des activités économiques.....	43
4.3. Finance directe	44
4.3.1. Faire face à de multiples sources d'incertitude	45
4.4. Articles 2 et 3 : le <i>crowdfunding</i>	47
4.4.1. Vers de nouvelles modalités de gestion de l'incertitude ?	48
5. Apports et limites de la thèse	49
PARTIE 2 : ARTICLES DE THESE	53
6. Finance de marché et fonds d'investissement durables : la coupure au territoire	55

6.1.	Introduction.....	56
6.2.	Le territoire comme condition d'une approche forte du DD	58
6.2.1.	La nécessité d'une approche territoriale des liens entre DD et finance	58
6.3.	L'ISR : une déclinaison du DD dans la FM basée sur la légitimation sociale	61
6.3.1.	La convention de responsabilité : impossible « objectivité » et nécessité d'une validation sociale de la « valeur responsable ».....	61
6.3.2.	Approche pragmatique de la finance « durable » par les fonds de placement ISR ..	64
6.4.	Fonds ISR : construction et validation de la « valeur financière durable ».....	65
6.4.1.	Fonds ISR : constitution de l'univers d'investissement et des critères objectifs de durabilité65	
6.4.2.	Adjonction de dispositifs techno-scientifiques visant à valider la valeur «durable /responsable ».....	67
6.4.3.	Adjonction de dispositifs de validation sociale de la valeur « responsable »	67
6.4.4.	S'adjoindre des tiers légitimant.....	69
6.5.	Coupure au contexte territorial et problèmes de validation de la « valeur financière durable »	71
6.5.1.	Coupure au contexte et impossibilité d'interpréter les informations et les critères	71
6.5.2.	Les « <i>blue chips</i> » profitent de la gestion indicielle instituée.....	72
6.5.3.	Des agences de notation sous influence du milieu financier	73
6.5.4.	Des ONG essentiellement stigmatisantes et dont la voix s'essouffle	74
6.5.5.	Absence de « <i>hard law</i> » et l'impossible légitimation par l'État.....	75
6.6.	Conclusion	76
7.	Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdfunding platforms in Switzerland.....	79
7.1.	Introduction.....	80
7.2.	Research questions and methodology	81
7.3.	Venture capital decline: investor mistrust and business model weakness.....	82
7.3.1.	Funding gap and VC spatial dynamics	84
7.3.2.	What kind of innovation can attract investors' capital to Swiss start-ups?.....	85
7.4.	Intermediary platform concept.....	86
7.5.	Crowdfunding platforms versus traditional VC.....	87
7.5.1.	Investment and decision making process	88
7.5.2.	Time and space issues	89
7.6.	Towards a new venture capital investment business model?	93
7.7.	The case of Investiere: the hybrid investment model.....	94

7.7.1.	Decision-making process: Investiere vs. traditional venture capital.....	94
7.7.2.	Sources of deal origination.....	94
7.7.3.	Deal selection and evaluation: risk and responsibility	95
7.7.4.	The ‘Social proof’ concept.....	97
7.8.	Discussion: Are VC financing and Crowdfunding complementary or substitute for one another?	99
7.9.	Conclusion	101
8.	Crowdfunding platforms as a sociotechnical calculative device for startup (e)valuation: two case studies from Switzerland	Erreur ! Signet non défini.
8.1.	Introduction.....	104
8.2.	Methodology	105
8.3.	Literature review	106
8.3.1.	How do entrepreneurs signal the quality of their venture?	106
8.3.2.	What signals impact the crowd’s decisions?.....	107
8.4.	Theoretical and analytical approaches.....	108
8.4.1.	The pragmatist perspective.....	109
8.4.2.	Market devices	109
8.4.3.	Calculative devices	110
8.4.4.	Significant vs substantive knowledge.....	111
8.5.	C-crowd	112
8.5.1.	The c-crowd (e)valuation space	113
8.6.	Investiere.....	116
8.6.1.	The Investiere (e)valuation process	117
8.7.	Discussion	121
8.7.1.	The role of shared (significant) and owned (substantive) knowledge	121
8.7.1.	‘Social proof’ and instrumentalization	122
8.8.	Conclusion	124
	EPILOGUE.....	125
	Hystérésis institutionnelle « par le haut » et blocage des réformes de régulation de l’industrie financière.....	127
	Transition « par le bas » et nouveaux acteurs de l’économie et de la finance	127
	BIBLIOGRAPHIE	131
	ANNEXES	149
	Annexe 1 : Instruments d’investissement « hybrides » comme transition vers les plateformes de crowdfunding	151

LISTE DES FIGURES

Figure 1. Schéma synthétique de la démarche de la recherche.....	21
Figure 2. Crise et changement de régime selon la Théorie de la Régulation	31
Figure 3. Schéma d'une transition possible vers un nouveau régime sociotechnique.....	37
Figure 4. Une approche théorique combinatoire de la transition financière.....	52
Figure 5. Deux stratégies de constitution de fonds ISR	66
Figure 6. Principales familles d'indices ISR dans le monde	66
Figure 7. Relations au sein du milieu de la finance durable	70
Figure 8. La construction de la valeur « durable » par l'industrie financière	71
Figure 9. VC investment Stage Focus (amounts in € thousands).....	83
Figure 10. Swiss start-ups created and founded in 2002–2012.....	83
Figure 11. Traditional Venture Capital Vs. Crowdfunding platforms.....	89
Figure 12. Temporal logics of VC vs. crowdfunding investment process.....	91
Figure 13. VC vs. crowdfunding platform spatial characteristics.....	91
Figure 14. Decision making process: Investiere platform vs. VC fund.....	96
Figure 15. Substantive and significant knowledge.....	112
Figure 16. Investiere startup (e)valuation in the “social proof” calculative space.....	118
Figure 17. The Investment Proposal	120
Figure 18. Comparison of the calculative space, type of knowledge and singularization process for Investiere and c-crowd.....	124

INTRODUCTION

QUELLE APPROCHE DE LA CRISE FINANCIÈRE ?

La crise financière mondiale qui a éclaté en 2008 aux Etats-Unis, a-t-elle marqué la fin du régime financiarisé d'accumulation du capital ? Comment la crise de légitimité et de confiance envers le secteur financier a-t-elle influencé les stratégies des investisseurs institutionnels et privés en Suisse ? Des circuits de financement plus courts sont-ils en train d'être créés afin de diriger les capitaux plus directement vers l'économie dite « réelle » ? Quels sont les acteurs et les territoires qui participent actuellement à la constitution de circuits alternatifs reliant l'épargne et l'investissement ? Tels étaient les questionnements de départ qui ont motivé la présente recherche.

En s'inscrivant dans le projet financé par le Fonds national suisse de recherche scientifique (FNSRS) et intitulé « *Reconfiguration actuelle du système financier suisse : quelles articulations avec l'économie réelle et les régions ?* »¹, cette thèse a consisté à explorer la manière dont le système financier suisse réagit à la crise globale, ainsi que les changements qui en découlent.

Dans une perspective à la fois institutionnaliste et territoriale, l'objectif de cette recherche a consisté à explorer l'hypothèse d'une recomposition du système financier aux échelles régionale et nationale (Crevoisier et al., 2011) dans le sens d'une ré-articulation des flux de financement entre régions et secteurs de l'économie réelle. Cette hypothèse de départ, inspirée de la Théorie de la Régulation (Boyer, 2003 ; 2011), a supposé que le changement de régime d'accumulation dominant serait suivi par une période de transition conduisant à l'émergence de nouvelles formes institutionnelles du système financier, ainsi que de nouvelles régulations, de nouvelles configurations de circuits d'investissement et de nouveaux modèles de financement des activités économiques réelles.

En s'intéressant aux conditions institutionnelles (réformes institutionnelles de libéralisation financière) de la construction des marchés financiers, ainsi qu'à leurs effets sur l'organisation des activités économiques, les travaux de nombreux économistes-institutionnalistes appartenant à l'Ecole de la Régulation (Boyer, 2011 ; Orléan, 2011 ; Artus et Pastré, 2009 ; Aglietta, 2008 ; Lordon, 2008) ont mis en évidence les implications des transformations structurelles du système financier globalisé qui ont conduit à cette crise financière majeure.

Selon la Théorie de la Régulation, c'est bien la transformation des institutions suivant les processus de néolibéralisation qui a permis aux marchés financiers de se développer et à constituer un système de croissance basé sur l'innovation financière, et qui a abouti à l'imposition de critères de gestion de plus en plus en décalage avec les activités

¹ Projet FNSRS N° 100017_134606

économiques réelles (Theurillat, 2011). Ce nouveau régime d'accumulation financiarisée, qui s'est développé à partir des années 80, faisait suite au régime d'accumulation fordiste, centré sur la production et la consommation de masse. A la différence du régime fordiste, où le système financier était subordonné au capital industriel productif et prenait essentiellement la forme de crédits bancaires, le régime d'accumulation financiarisée se caractérise par la croissance économique (l'accumulation) qui se déroule désormais davantage sur les marchés financiers autonomisés que sur les marchés réels (de la production) (Boyer, 2011 ; Theurillat, 2011). En devenant la forme institutionnelle dominante et en imposant sa logique de création de valeur au profit essentiellement des actionnaires, les marchés financiers ont acquis le pouvoir de dicter les formes et les rythmes de l'accumulation. Suite à l'institutionnalisation de l'épargne collective via l'introduction des systèmes de retraite par capitalisation, les investisseurs institutionnels ont d'ailleurs joué un rôle essentiel dans la mise en place de transformations structurelles du régime d'accumulation financiarisée en inondant les marchés financiers de montants colossaux en quête d'une rentabilité élevée.

Supposé réduire le risque de liquidité, propre à des investissements réels, le fonctionnement spécifique des marchés financiers est cependant soumis à une instabilité et une inefficience intrinsèques qui seraient à l'origine de nombreuses bulles et crises financières de plus en plus systémiques et globalisées (Boyer, 2011; Orléan, 2011).

Or, dans leur qualité d'acteurs institutionnels chargés de préserver et progressivement augmenter la valeur de l'épargne collective, les caisses de pension ont besoin de dispositifs de placement leur assurant une stabilité financière à moyen et long terme. Les conséquences de la crise ayant mis en évidence cette tension entre les besoins de stabilité, d'une part et la difficulté de contourner les placements via les marchés financiers, d'autre part, les caisses de pension étaient pressenties comme acteurs actifs de la transition « par le haut », soit de la mise en place de nouvelles configurations reliant l'épargne et l'investissement.

DÉMARCHE DE LA RECHERCHE ET STRUCTURE DE LA THÈSE

Constituée de trois d'articles, cette thèse s'inscrit dans une démarche particulière d'un processus itératif d'interprétation de « signaux faibles » de la transition (Rossel, 2009), ce qui implique inévitablement de placer les articles dans la chronologie d'une réflexion qui a évolué tout au long de ce travail de recherche. La partie introductive, autrement dit le « chapeau » de la thèse, a été conçue sous forme de « méta-analyse » qui met en perspective les différentes entrées théoriques et empiriques exposées dans les trois articles constitutifs. Le cheminement théorique et méthodologique de la recherche qui a conduit à l'élaboration de cette thèse est présenté de manière synthétique dans la Figure 1.

La première partie a été consacrée à une mise en perspective de différentes théories et approches de la transition « par le haut » et « par le bas ». Premièrement, nous avons traité des enjeux du contexte socio-économique et politique après la crise financière de 2008 dans une approche de transition « par le haut ». En partant de l'hypothèse du changement de régime dominant inspirée de la Théorie de la Régulation, l'objectif de cette partie a consisté à mettre en évidence différents mécanismes de blocage au sein du régime du capitalisme financiarisé empêchant l'introduction de nouvelles configurations de circuits d'investissement. De plus, une étude exploratoire portant sur les caisses de pension suisses et leurs stratégies de gestion financière « post-crise » a permis d'identifier une forme particulière d'hystérésis institutionnelle engendrée par des tensions entre la perte de confiance dans le système financier, d'une part, et l'impossibilité d'innover et de mettre en œuvre des solutions alternatives, d'autre part.

Deuxièmement, nous avons mobilisé d'autres approches théoriques permettant d'appréhender le changement au niveau du régime dominant dans une perspective « par le bas », à savoir la « Multilevel perspective » (MLP) (Geels, 2011) et l'approche schumpetérienne (Schumpeter, 1912 ; 1934). Par conséquent, les enjeux relatifs au contexte d'aujourd'hui, marqué par la transition numérique et l'essor de la finance digitale, ont été abordés sous l'angle de ces théories. D'une part, l'approche du courant schumpétérien permet de se rendre compte des agencements de différentes forces à l'origine de l'émergence de nouveaux modèles d'entreprises, ainsi que du rôle des entrepreneurs individuels dans le processus du changement institutionnel. D'autre part, la théorie des « niveaux multiples² » inspirée du courant de « *Transition Studies* », apporte un éclairage quant aux mécanismes de développement et d'institutionnalisation des innovations de niches à travers l'analyse des interactions entre la niche et le cadre institutionnel englobant.

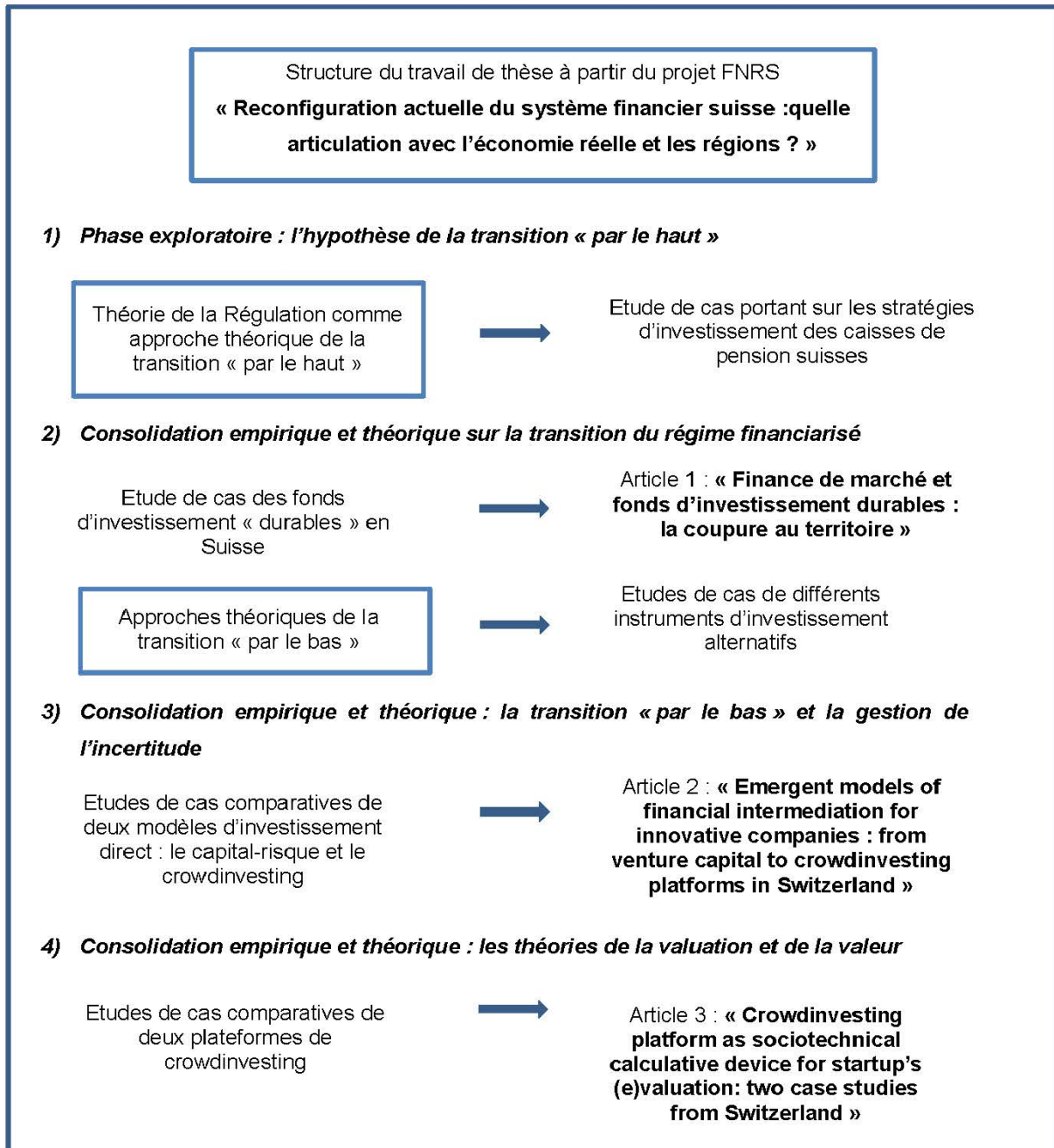
Troisièmement, le chapitre 3 de la première partie s'est attaché à expliquer l'apport analytique et conceptuel de l'approche territoriale de l'économie et de la finance pour l'étude de la transition. En appréhendant d'une manière intégrative et multi-scalaire les processus d'interaction entre les institutions englobantes et les pratiques émergentes, cette approche permet de saisir et d'interpréter divers phénomènes de la transition dans une optique qui tient compte des contextes territoriaux particuliers à différentes échelles géographiques. Dans un effort d'interprétation rétrospective, cette approche nous a permis d'inscrire nos résultats d'études de cas à l'échelle micro dans des dynamiques d'institutionnalisation plus larges.

² The Multilevel Perspective (MLP)

Dans le chapitre 4 nous avons introduit les principales thématiques traitées dans les articles de thèse sous l'angle de la question transversale de la gestion de l'incertitude et l'articulation avec le cadre théorique « méta » de la transition et du changement institutionnel. Ainsi, dans un premier temps, la question de la construction sociale de la « valeur durable » par la finance de marché a été abordée sous le prisme de l'approche de l'incertitude dans le domaine de la finance indirecte (opérée via les marchés financiers). Dans un deuxième temps, les particularités des nouveaux modèles d'(é)valuation de startups sur les plateformes de *crowdfunding* ont été articulées au problème de l'incertitude dans les activités d'investissement direct et les nouvelles modalités de sa gestion. Enfin, le dernier chapitre de cette partie a été consacré à une mise en lumière des contributions méthodologiques et théoriques de ce travail de recherche en termes d'une approche particulière de compréhension des processus de transition dans le domaine de la finance, tout en soulignant certaines limitations, dues notamment au problème d'échelle et de durée des études de cas de niche en cours de stabilisation.

La deuxième partie présente les trois articles au fondement de cette thèse et se termine par un épilogue (ou conclusion générale) et une proposition de nouvelles pistes pour des recherches futures.

Figure 1 : Schéma synthétique de la démarche de la recherche



Source : *Elaboration propre*

DÉMARCHE MÉTHODOLOGIQUE

Une étude de la transition en temps réel suppose qu'en absence de signes de changement très clairs, tels que des innovations financières importantes, l'observation porte principalement sur des « *signaux faibles* » du changement (Rossel, 2009) qui traduisent des perceptions, des idées ou des visions de la ou des future(s) transitions d'ensemble et non pas des actions ou des faits achevés et/ou largement diffusés. Dans le cadre de cette recherche, l'épreuve a consisté à combler ce décalage entre la réception des « *signaux faibles* », leur interprétation successive dans les articles. Enfin, une réinterprétation de ces « signaux faibles » à la lumière des faits qui se sont avérés et des innovations qui ont émergé au fur et à mesure de la progression de la transition, a fait l'objet d'une méta-analyse dans le cadre du « chapeau » de la thèse.

Inscrite dans une démarche de recherche particularisante (Crevoisier, 1999), l'approche de l'observation des « signaux faibles » de la transition a impliqué de s'approprier un questionnement préliminaire, notamment celui de l'incertitude, qui était appelé à être discuté, re-questionné et commenté en partant d'une étude de cas, autrement dit, de l'observation d'un phénomène social spécifique.

Dans le cadre de cette thèse nous avons donc adopté une démarche qualitative, justifiée par le caractère exploratoire de la recherche visant à situer la dynamique financière suite à la crise de 2008 et à comprendre les relations que le système financier entretient avec l'économie réelle. Plus précisément, cette démarche qualitative a consisté en réalisation d'études de cas (Stake, 2005 ; Creswell, 2007 ; Yin, 2009) portant sur l'innovation financière au sein du système financier suisse. Une étude de cas est perçue ici comme une « opportunité d'apprentissage », c'est-à-dire qu'elle est guidée par la question de ce qui peut être appris à partir d'un cas particulier (Stake, 2005). Par ailleurs, la sélection d'un cas spécifique nécessite une justification de pourquoi et comment ce cas identifié pourrait constituer une opportunité plausible pour développer de nouvelles connaissances en lien avec le questionnement de départ (Ibid.).

Parallèlement, le choix d'une méthodologie qualitative a été justifié puisque les pratiques financières qui se sont développées récemment étaient accompagnées par de nouveaux types de discours et de justifications de la part des différents acteurs du système financier. En effet, la crise financière a vu apparaître un certain nombre de critiques interrogeant non seulement l'éthique de l'industrie financière mais débouchant également sur des réflexions sur le sens donné par les investisseurs à leurs placements en termes, par exemple, de meilleure adéquation avec les besoins de l'économie réelle.

Le principal enjeu méthodologique de cette recherche relève du décalage temporel important entre la réalisation des études de cas empiriques et l'élaboration d'un cadre théorique interprétatif. En effet, la réalisation d'une thèse par articles implique un travail en plusieurs étapes. Chaque étape correspond en principe à la réalisation d'un article qui, tout en s'inscrivant dans la thématique générale de la thèse, représente un travail de recherche distinct avec des questions, hypothèses, méthodes, concepts, théories et résultats spécifiques à une étude de cas particulière. En outre, la logique chronologique de l'élaboration de chacun des articles transcrit le cheminement empirique et la réflexion interprétative tout au cours du processus de recherche.

Dans un premier temps, une étude exploratoire portant sur les stratégies d'investissement des caisses de pension suisses dans le contexte de l'après-crise financière a été menée. Basée sur les entretiens semi-dirigés avec des responsables des caisses de pension et des conseillers en placements³, ainsi que sur l'examen de rapports financiers de nombreuses institutions de prévoyance, cette étude a permis de comprendre les logiques et les modes de coordination au fondement des stratégies déclarées et de les replacer dans le contexte institutionnel et politique englobant.

Dans un deuxième temps, la réalisation d'une étude sur la construction de la « valeur financière durable » s'est appuyée sur différentes sources d'information telles que : entretiens avec des acteurs du secteur de la finance durable, participation à divers forums et tables rondes, étude de la documentation spécialisée (études publiées par Novethic, Eurosif, ORSE, Sustainable Finance Geneva, etc.) et analyse du discours porté par des parties prenantes du côté de l'offre et de la demande. Au total, trente-sept entretiens semi-directifs ont été conduits avec des responsables des agences de notation extra-financière, des gestionnaires de fonds ISR des grandes banques, des conseillers en investissement responsable et des directeurs de caisses de pension publiques et privées.

Dans un troisième temps, notre recherche s'est focalisée sur l'identification de nouveaux modèles d'investissement « par le bas », à travers le repérage et l'interprétation de « signaux faibles » via des entretiens semi-dirigés et des observations participantes avec différents acteurs de la finance directe⁴. Réalisée en deux phases, cette recherche a mis en évidence, d'une part, plusieurs cas d'instruments d'investissement « hybrides » et annonceurs de l'émergence de plateformes numériques d'investissement participatif, d'autre part.

³ De novembre 2011 à décembre 2012, 18 entretiens semi-dirigés ont été menés avec des responsables de caisses de pension publiques et privées (14) et des conseillers en placement pour les investisseurs institutionnels (4).

⁴ De février 2012 à janvier 2015, nous avons réalisé vingt entretiens avec différents acteurs actifs dans le secteur de l'investissement direct (startups et PME) en Suisse : managers de fonds de capital-risque et private equity, responsables de clubs de business angels, responsables d'instruments de soutien aux entreprises (public/privé), fondateurs de plateformes de crowdfunding.

Durant la première phase de cette recherche (2012-2013), un processus d'observation de « signaux faibles » a permis de repérer quelques initiatives d'instruments alternatifs d'investissement direct dans des entreprises régionales. Caractérisés par un modèle de fonctionnement « hybride », c'est-à-dire, basé sur les partenariats entre des acteurs publics (autorités cantonales et fédérales), privés (grandes banques, investisseurs privés) et des entrepreneurs régionaux, ces projets se sont développés sur le fonds du blocage de la transition « par le haut », mis en évidence par les résultats de la première étude exploratoire sur les stratégies d'investissement des caisses de pension suisses.

Une étude de quatre cas⁵ de nouvelles configurations d'investissement, se trouvant à différents stades de développement, a été réalisée. Le choix d'étudier ces cas s'explique par les aspirations déclarées des porteurs de ces projets de soutenir le développement économique à l'échelle régionale par le biais des investissements ciblés et orientés par des objectifs de contribuer à une pérennité économique et sociale sur des territoires concrets et dans une visée de long terme, par opposition avec les objectifs de rendements purement financiers des acteurs traditionnels, tels que les sociétés de capital-risque ou de *private equity*. C'est lors des entretiens menés dans le cadre de ces études de cas que les personnes concernées nous ont fait part de leurs idées et projets de mise en œuvre de nouvelles configurations d'investissement direct susceptibles d'apporter de nouvelles solutions au problème de l'incertitude. Tenant compte du fait que la nature de ces cas relevait davantage des idées de configurations alternatives que des innovations fonctionnelles, ces projets n'ont pas été mobilisés dans le cadre des articles de la thèse. En revanche, l'interprétation de ces « signaux faibles » a fortement contribué à une meilleure compréhension des dynamiques de la transition en cours, tout en aiguillant la recherche dans sa deuxième phase consacrée aux plateformes de *crowdinvesting*.

⁵ La description détaillée des cas peut être consultée dans l'Annexe 1.

**PARTIE 1 : MISE EN PERSPECTIVE THEORIQUE DE
LA THESE**

1. LE CONTEXTE GÉNÉRAL APRÈS LA CRISE ET LA TRANSITION « PAR LE HAUT »

Dans cette partie nous allons d'abord présenter la situation socio-économique et politique quelques années après la crise financière et montrer en quoi cette crise aujourd'hui marque un changement fondamental au sein du régime dominant. Paradoxalement, les prémices du changement relèvent du fait que la transition « par le haut », préconisée par la Théorie de la Régulation (TR), n'est pas parvenue à se mettre en œuvre. En explicitant les mécanismes de cet enchevêtrement de forces qui interviennent dans le blocage du régime en place, la TR ne fournit cependant pas d'outils analytiques nécessaires pour comprendre les dynamiques de la transition déclenchées par des processus d'innovation « par le bas ».

A l'heure où cette recherche a débuté - trois ans après l'éclatement de la crise financière globale (2008) et un an après le début de la crise européenne (2010) - l'économie mondiale tournait de plus en plus au ralenti⁶. Même les pays émergents, les « locomotives » de l'économie globalisée, n'ont pas réussi, pour diverses raisons, à échapper à la dégradation de la conjoncture mondiale via le double canal des échanges commerciaux et des circuits de financement internationaux (Adda, 2012).

A cette époque, les investisseurs sur les marchés financiers faisaient face à une baisse constante de rentabilité accompagnée de l'accroissement de la volatilité sur les marchés d'actions. Concrètement, depuis quatre ans, les placements des caisses de pensions suisses affichaient une performance moyenne négative (-0.3% en 2011)⁷. Dans l'ensemble, la situation macroéconomique en 2012 se caractérisait par le retour de l'*aversion au risque*⁸.

Paradoxalement, cette réduction drastique des flux de capitaux touchant l'ensemble des économies, développées et émergentes, ne venait pas d'un manque de liquidités, bien au contraire. Paralysés par l'aversion au risque et confrontés à une remise en question des croyances sur la capacité du système financier à transférer les richesses dans le temps en les multipliant, les investisseurs et les banques cherchaient essentiellement à préserver la valeur de leurs fortunes en conservant d'énormes liquidités sous forme de réserves auprès de la Banque Centrale (Adda, 2012). En Suisse, selon les statistiques de la Banque Nationale Suisse (BNS), le montant des liquidités, c'est-à-dire, des avoirs en comptes de

⁶ Le FMI a revu cet été à la baisse les prévisions de la croissance mondiale pour 2013 : 3,5% au lieu de 3,6%.

⁷ Les caisses de pension suisse 2012, enquête annuelle de Swisscanto (<http://swisscanto.ch/ch/fr/berufliche-vorsorge/pensionskassenstudie.html>).

⁸ Aversion au risque : sentiment négatif des investisseurs par rapport à la prise de risque, qui se traduit par un repli sur les valeurs considérées comme sûres (les obligations d'Etat, l'immobilier ou la monnaie).

virement des banques suisses a été multiplié par 5.2 entre 2010 et 2011 et même par 8 entre 2010 et 2012⁹.

Ce blocage du système de circulation des capitaux, constaté au début de l'année 2012, amenait à penser que le régime du capitalisme financiarisé (Boyer, 2011) était profondément entré en crise de croyances partagées qui se manifestait non seulement par un comportement méfiant des acteurs financiers, mais également par une montée des critiques de la part de la société civile. Une perte de légitimité a donc directement touché les postulats fondamentaux de la théorie économique « mainstream », notamment le principe de l'efficacité des marchés financiers.

Une certaine ambivalence de ce contexte général se caractérisait, cependant, par des tensions entre les critiques montantes envers les dérives financières du cadre néolibéral institué et la difficulté de déclencher des dynamiques de changement suite à des échecs successifs de réformes de régulation du système financier (Engelen et al., 2011 ; Kotz, 2011, Christophers, 2016). En effet, accompagnée de différents arrangements institutionnels, la tendance à la financiarisation a exercé une pression contre diverses réformes de régulations, les institutions financières ayant trouvé différents moyens pour les contourner (Kotz, 2011). En mobilisant ses pouvoirs politiques de manière explicite et répétitive durant les années suivant la crise financière globale, le secteur financier a réussi à entraver toute une série de réformes et d'initiatives de régulation (Christophers, 2016). Engelen et al. (2011) expliquent ces « frustrations de régulation » en termes d'interventions d'« élites technocratiques » qui agissent en consolidant la subordination de la politique à la finance. Ces élites politiques et celles de finance corporative, notamment aux États-Unis, seraient engagées dans des relations symbiotiques qui « nourrissent » un lobbying financier très professionnel et sophistiqué.

1.1. LE PROCESSUS DE FINANCIARISATION DANS UN CONTEXTE NÉOLIBÉRAL

Le système financier suisse, sur lequel se focalise la présente thèse, a ceci de particulier qu'il incarne les logiques néolibérales portées par une forte expansion du phénomène de financiarisation de la sphère économique depuis vingt-cinq dernières années. Explorer le changement des configurations des circuits d'investissement, d'un point de vue institutionnel et territorial, nécessite d'explicitier et de prendre en compte les principales caractéristiques du néolibéralisme financiarisé en tant que cadre institutionnel qui structure et gouverne la coordination entre les acteurs de l'économie de marché contemporaine.

⁹ Réserves minimales à la BNS en millions de francs : 35 291 (2010), 183 298 (2011) et 282 432 (2012), http://www.snb.ch/fr/mmr/reference/gwd_20120924/source/gwd_20120924.fr.pdf

En quoi consiste donc le phénomène de néolibéralisme, en tant que la plus récente forme institutionnelle du capitalisme (Kotz, 2011), et de quelle manière influence-t-il la circulation des capitaux vers les activités économiques ?

A la différence des investissements dans les activités économiques réelles où la création de la plus-value pour les investisseurs s'opère sur moyen et long terme suivant les cycles spécifiques d'innovation, de production et de commercialisation de produits, l'économie financiarisée se caractérise par l'immédiateté des évaluations de la valeur financière des parts d'entreprises en se fondant non pas sur l'accumulation du capital dans le temps, mais, au contraire, sur sa liquidité/facilité de défection et sa mobilité dans l'espace (Corpataux et al., 2009). Par conséquent, en accordant la priorité à la valeur actionnariale (ou financière) au dépend d'autres valeurs (économique, sociale et environnementale), le processus de financiarisation a agi en réduisant l'efficacité d'investissements dans l'économie réelle proportionnellement au développement et à l'expansion des instruments et des activités financières. Par la suite, ce processus s'est manifestement renforcé et institutionnalisé en étendant plus largement son influence, à la fois directe et indirecte, sur les politiques économiques et sociales, en s'affranchissant de la responsabilité d'avoir placé de nombreux aspects de la vie économique et sociale sous le risque de volatilité des cours boursiers à cause de l'instabilité des marchés financiers (Fine et Hall, 2012).

Les caractéristiques principales de cette tendance à la financiarisation relèvent notamment du développement de la « valeur actionnariale » qui a traduit les effets de la finance sur la gouvernance d'entreprises. Certains auteurs se sont préoccupés des effets de la finance dans la gouvernance d'entreprises (Corpataux et Crevoisier, 2012). Suite à l'intervention accrue d'investisseurs institutionnels, notamment étrangers, dans la structure actionnariale des entreprises, l'institution de la « valeur actionnariale » a provoqué l'imposition d'une rentabilité élevée et le développement d'une logique temporelle de court terme reposant sur la liquidité des capitaux (facilité de défection ou exit) (Theurillat, 2011 ; Corpataux et Crevoisier, 2012). Par ailleurs, d'autres travaux ont abordé la financiarisation sous l'angle des transformations du rôle des banques et de l'innovation financière. En effet, Morin (2006) a montré que les principales banques du monde, soit une dizaine d'établissements, interviennent dans les services et les opérations liées aux marchés financiers pratiquement à chaque étape : gestion de fortune privée et institutionnelle, crédits et différents véhicules de placements financiers, services aux entreprises (entrée en bourse, émissions, rachats d'actions, OPA¹⁰, etc.).

¹⁰ Une **offre publique d'achat** (OPA), à un prix donné, du capital d'une entreprise cible.

Le contexte de la récente crise économique et financière globale soulève donc des questions et nécessite des débats autour de la nature du néolibéralisme, ses contradictions internes et son prétendu effondrement (Brenner et al., 2010). Dès le début, les pratiques politiques néolibérales ont été construites sur des terrains institutionnels inégaux. Dès lors, les processus de néolibéralisation sont simultanément modelés (calqués), interconnectés, localement spécifiques, contestés et instables. Ces caractéristiques leur confèrent un caractère « diversifié » qui relève d'une production systémique de différenciation géoinstitutionnelle (Peck and Theodore, 2007 ; Brenner et al., 2010). Appréhender la transition des configurations néolibérales requière donc une prise en considération non seulement de l'interaction des projets de régulation orientés sur le marché avec des paysages/cadres institutionnels sur place et/ou globaux qu'ils sont appelés à changer, mais aussi leur différenciation à travers les endroits, les territoires et les échelles (Peck and Theodore, 2007). Cette interaction entre le cadre institutionnel englobant, les différents acteurs institutés et les initiatives de régulation se trouve au centre de la Théorie de la Régulation (Boyer, 2003) dans une perspective de transition « par le haut ».

1.2. LA THÉORIE DE LA RÉGULATION ET LA TRANSITION « PAR LE HAUT »

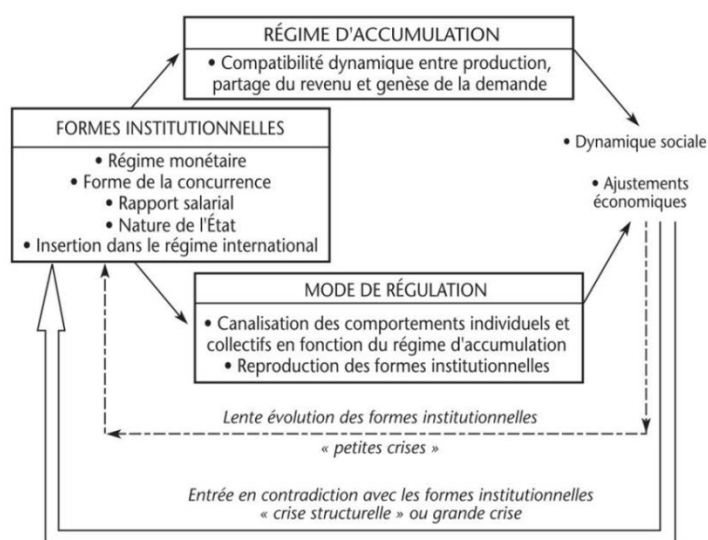
D'inspiration keynéso-marxiste, l'Ecole de la Régulation place le développement économique d'une société dans un cadre institutionnel ou mode de régulation. Elle cherche à comprendre l'évolution du capitalisme qu'elle appréhende comme une succession de périodes qui se distinguent par le degré de cohérence des arrangements institutionnels à la base du développement économique.

Les travaux de recherche au fondement de la Théorie de la Régulation (Boyer, 2003 ; 2011 ; Lordon, 2008 ; Aglietta, 2010) se sont attachés à expliciter l'émergence, la diffusion, puis l'entrée en crise des modes de régulation fondés sur une architecture particulière des formes institutionnelles. En reprenant Robert Boyer, « les formes institutionnelles basées sur des rapports sociaux fondamentaux – à savoir le rapport salarial et les formes de concurrence – « permettent l'émergence et la viabilité d'un régime d'accumulation, au sein duquel les déséquilibres et les contradictions propres à ce mode de production sont provisoirement contenus avant de déboucher sur une crise structurelle » (Boyer, 2003 : 80).

En faisant une distinction entre « petites » et « grandes » crises, Boyer (2011) précise que la crise de 2008 était bien une grande crise structurelle ayant marqué une irréversibilité dans l'histoire des capitalismes. En effet, la particularité des « grandes » crises réside dans le fait qu'elles ne se réduisent pas à un cycle économique typique, mais sont de plus grande ampleur, car elles résultent de l'arrivée aux limites d'un régime socioéconomique (Ibid.) (Fig.2).

La Théorie de la Régulation explique que les crises structurelles sont habituellement surmontées par la recomposition de formes institutionnelles sous le double impératif de réduire les déséquilibres antérieurs et de répondre aux conflits sociaux et politiques que ces déséquilibres suscitent (Ibid.). La sortie de la crise qui annonce une période de transition doit donc se faire au travers d'une recomposition d'arrangements institutionnels ébranlés. Doté d'un répertoire d'outils légitimes en matière de politique économique et d'un appareil légal administratif capable de mettre en œuvre une stratégie décidée par le politique, l'État-Nation joue un rôle crucial dans la gestion des crises structurelles et systémiques en établissant de nouveaux compromis institutionnels (Boyer, 2011).

Figure 2. Crise et changement de régime selon la Théorie de la Régulation



Source : Boyer R. (2004)

Selon cette approche, une période de transition, déclenchée par une grande crise structurelle, se caractérise par le réajustement de la coordination des principales formes institutionnelles du régime dominant : régime monétaire, forme de concurrence, rapport salarial, nature de l'État et insertion dans le régime international (Boyer, 2003). Le rôle de l'État étant donc perçu comme prépondérant, la mise en place de réformes de régulation en vue de sortie de crise s'opère essentiellement à l'échelle territoriale de l'État-nation, avec des répercussions 'top-down' aux échelles régionales et locales.

Suivant la Théorie de la Régulation, la période « post-crise financière », serait donc propice au développement et à la stabilisation (ou non) de nouvelles configurations de circuits d'investissement à différentes échelles et sur différents territoires. En quête de stabilité financière à moyen et à long terme, les investisseurs institutionnels, tels que les caisses de pension suisses, pourraient être amenés à initier de nouvelles modalités d'investissement,

par exemple, des circuits d'investissement alternatifs, plus courts, moins intermédiés et plus directement connectés aux contextes territoriaux des activités économiques qu'ils financent.

1.3. L'ABSENCE D'INITIATIVES « PAR LE HAUT » : ENTRÉE PAR LES CAISSES DE PENSION SUISES

Dans l'objectif de comprendre les implications concrètes de la crise financière sur les stratégies d'investissement des caisses de pension suisses, nous avons mené une étude exploratoire visant à identifier si de nouvelles articulations entre l'épargne et l'investissement réel ont émergé à l'initiative de ces investisseurs. Les caisses de pension représentent, à notre avis, une bonne entrée pour explorer les processus de transition « par le haut », dans la mesure où, tout en bénéficiant d'un statut d'acteurs économiques et sociaux influents et légitimes, le champ décisionnel de cette catégorie d'investisseurs est régi par un cadre légal et réglementaire largement modifié sous l'influence (et suivant les intérêts) des grands acteurs de la finance au cours des années 90 et 2000 (Aalbers, 2008). Par conséquent, même avec une marge de manœuvre restreinte, les innovations mises en place par ces acteurs auraient la capacité de produire des effets d'entraînement sur le cadre institutionnel englobant du régime en place.

Il est cependant ressorti de cette étude que les caisses de pension suisses ne sont pas entrées dans une dynamique d'innovation dans le cadre de leurs stratégies d'investissement. En effet, depuis la crise de 2008, ces investisseurs se sont engagés dans une phase de protection du capital¹¹. Cette constatation signifie que leur stratégie principale consistait non plus à faire du profit maximum, mais à maîtriser les risques. La notion du risque doit être comprise ici non seulement en termes de pertes financières, mais également en termes de risque de réputation institutionnelle et de responsabilité personnelle menaçant directement les membres de direction des caisses de pension.

Guidées par le sentiment d'insécurité, la volonté de minimiser les risques et de se protéger des critiques en cas de pertes financières, les caisses de pensions se sont retrouvées prises dans les tenailles de la « dictature indicielle »¹². La pratique de gestion indicielle ou '*benchmarking*' consiste à suivre en continu un ou plusieurs indices de référence qui sont composés principalement de grandes capitalisations¹³. En effet, l'indice de référence est calculé de sorte que le titre a d'autant plus de poids qu'il a une plus grande capitalisation.

¹¹ Entretien avec l'ancien directeur de la caisse de pension de Nestlé (Avril 2012).

¹² Entretien avec un conseiller en placement pour les caisses de pension (Neuchâtel, avril 2012).

¹³ Le Swiss Market Index (SMI) est un indice boursier du marché actions regroupant les 20 principales valeurs (*blue chips*) du marché suisse cotées à la SIX Swiss Exchange. Il couvre près de 85 % de la capitalisation boursière suisse. Les trois plus grosses capitalisations du marché, Nestlé (alimentaire), Novartis (médical) et Roche (médical) pèsent, à elles seules, plus de 55 % de l'indice en 2012 (www.six-swiss-exchange.com).

Les caisses se voyaient donc obligées d'investir essentiellement dans des grands titres (Nestlé, UBS, Novartis, etc.) pour suivre l'indice de référence. Le terme de « dictature » a été utilisé par un des conseillers en placement que nous avons interviewé afin de définir le comportement « moutonnier » qui consistait à investir exactement dans les mêmes titres que les autres caisses de pension dans le but de suivre l'indice de référence et de se protéger de cette manière de tout risque de critique personnelle en cas de mauvaise performance. Par conséquent, oser concevoir et intégrer de nouvelles configurations d'investissement, destinées à financer directement des petites et moyennes entreprises régionales n'était pas, à cette époque, à l'ordre du jour.

Ce manque d'initiatives de la part des responsables des caisses de pensions serait donc profondément ancré dans leur dépendance au système institutionnel en place. En d'autres mots, les institutions de prévoyance professionnelle publiques et privées seraient encadrées dans un cadre politique réglementaire contraignant qui émet des recommandations et indique les directions à suivre en exerçant une pression médiatique stigmatisante en cas de pratiques jugées « non conformes » à ce qui serait socialement et politiquement accepté¹⁴. Par ailleurs, les logiques et les stratégies de placement des investisseurs suisses seraient empreintes de caractère culturel. A la différence des Etats-Unis où des placements en capital de développement (*Private Equity*) et en capital-risque (*Venture Capital*) sont monnaie courante, en Suisse, ces véhicules d'investissement sont peu connus, souffrent d'une mauvaise réputation et, par conséquent, occupent une part minime (environ 2%) de la fortune investie.

En résumé, cette étude a mis en évidence les mécanismes d'hystérésis du régime dominant qui n'arrive pas à se réformer. L'absence constatée d'initiatives de configurations de placement alternatives « par le haut », s'explique, en partie, par une influence toujours déterminante de ce cadre néolibéral (régime de financiarisation institué), qui se caractérise par la centralité et la dominance des marchés financiers dans les logiques d'investissement. Ces derniers canalisent donc encore aujourd'hui l'ensemble des capitaux des caisses de pension suisses.

Bien que les résultats de cette étude n'aient pas été discutés dans le cadre des articles de thèse, ils ont contribué à mieux comprendre les enjeux de la transition dans un contexte qui aspire au changement tout en restant figé par l'inertie institutionnelle. Il se trouve que dans ce contexte, les dynamiques de la transition relèvent davantage des interactions non instituées ou partiellement instituées, autrement dit, des innovations et des expérimentations

¹⁴ Entretien avec l'ancien directeur de la caisse de pension de la Confédération (Publica) (Mars 2012).

de niche qui font émerger de nouvelles modalités de création de valeur portées par des acteurs individuels et/ou entrepreneurs institutionnels.

Dans cette optique, les théories de la transition « par le bas » (approche schumpétérienne et MLP¹⁵), couplées à l'approche territoriale de l'économie et de la finance, permettent d'appréhender les phénomènes économiques et sociaux inscrits dans la transition d'une manière inclusive, particularisante et multi-scalaire, à l'intersection des cadres d'action institués et des pratiques émergentes en lien avec des contextes territoriaux particuliers (Crevoisier, 2004).

2. LE CONTEXTE D'AUJOURD'HUI : LA TRANSITION NUMÉRIQUE ET L'ESSOR DE LA FINANCE DIGITALE

En évolution permanente, le contexte socio-économique actuel est marqué par l'émergence de nouveaux modèles de production, de consommation et de financement issus notamment de la transition numérique (Rifkin, 2014), ainsi que des innovations conçues et diffusées au sein de nombreuses communautés du savoir et des communautés de pratique réelles et virtuelles (Wenger, 1998). L'essor de la finance digitale ces dernières années représente un exemple concret de nouvelles configurations au sein de l'industrie financière. En désignant toute organisation qui propose des services financiers au large public sur Internet, la finance digitale incarne l'idée générale de désintermédiation, de liberté et de rupture de frontières par rapport à la finance traditionnelle (Hu and Zheng, 2016). Bien que la digitalisation des services financiers remonte au début des années 90, et même 80 (O'Brien, 1992), elle a longtemps servi de support informatique et technologique au secteur financier. C'est avec la récente émergence d'innovations, telles que les plateformes de financement participatif sous ses différentes formes¹⁶, que la finance digitale commence à s'émanciper en rivalisant dans certains domaines avec l'industrie financière traditionnelle et en agissant sur le cadre institutionnel englobant via la mise en place de nouvelles régulations (de Vauplane, 2015 ; Hu and Zheng, 2016). Caractérisé par un foisonnement d'innovations plus ou moins radicales (ex. technologie *blockchain*), l'environnement socio-économique d'aujourd'hui présente, par conséquent, des indices relatifs à la transition « par le bas », notamment grâce à la montée en force de *l'entrepreneuriat institutionnel*¹⁷ dans différents domaines économiques et sociaux. La principale caractéristique d'un entrepreneur institutionnel s'inspire de la figure de l'entrepreneur de Schumpeter, un innovateur qui conçoit et met en

¹⁵ Multi Level Perspective

¹⁶ *Crowdfunding, crowdinvesting, P2P lending, etc.*

¹⁷ Le concept d'*entrepreneuriat institutionnel* décrit les actions entreprises par des acteurs organisés avec l'intention de changer des configurations institutionnelles existantes (Battilana et al., 2009).

œuvre de nouveaux projets d'entreprise en rupture avec des modèles établis et ayant un fort potentiel de diffusion et de stabilisation (Battilana et al. 2009).

2.1. TRANSITION « PAR LE BAS » : MILIEUX, NICHES ET ENTREPRENEURIAT INSTITUTIONNEL

Bien que le changement institutionnel ait longtemps été vu comme un processus 'top-down' qui suivait l'intégration de nouvelles réglementations des politiques publiques, certaines dynamiques d'actions individuelles ou processus ascendants (« par le bas ») seraient néanmoins capables d'influencer un changement au niveau des configurations institutionnelles existantes ou même provoquer l'émergence de nouvelles institutions (Battilana et al. 2009). Dans une perspective de transition « par le bas », le concept d'entrepreneuriat institutionnel permet de rendre compte du processus de « path shaping » selon lequel des pratiques micro individuelles ou collectives à l'échelle locale sont traduites dans des arrangements institutionnels plus larges en produisant un impact sur le niveau plus macro.

2.1.1. Vision schumpétérienne et entrepreneuriat institutionnel

En contrastant avec les postulats de la Théorie de la Régulation, l'approche schumpétérienne reflète une vision du changement économique initié davantage par des facteurs endogènes. Plus précisément, c'est bien l'innovation - dans le sens de l'invention de nouveaux produits, de la mise en œuvre de nouvelles méthodes de production et de la conquête ou création de nouveaux marchés – que Schumpeter (1912) met au centre en tant que force motrice des changements majeurs dans l'économie capitaliste. Selon ce théoricien de l'innovation et des cycles (Drouin, 2012), le processus d'innovation entraîne inévitablement le phénomène de « destruction créatrice », compris dans le sens d'un renouvellement permanent de structures économiques entraîné par la destruction ou le remplacement d'anciennes configurations (Schumpeter, 1942). Dans l'initiation et la mise en œuvre des changements, Schumpeter attribue le rôle essentiel aux entrepreneurs individuels et à leurs capacités à réaliser des innovations radicales. Dans son œuvre majeure '*The Theory of Economic Development*'¹⁸, le théoricien autrichien définit l'entrepreneur comme un individu qui introduit de nouvelles combinaisons ou innovations dans l'économie, en s'inscrivant de ce fait dans les dynamiques de l'entrepreneuriat institutionnel. Selon Schumpeter, ces innovations arrivent par « grappes », dans le sens où l'entrepreneur à l'origine d'une innovation est suivi par un nombre d'« imitateurs », ce qui provoque un essor économique (Ibid). En mettant l'accent sur l'importance de la phase de diffusion des innovations, Schumpeter propose une approche systémique en attribuant le rôle central à

¹⁸ Traduit de l'oeuvre originale en allemand „*Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*“ (1911).

des systèmes d'innovation à l'échelle nationale et régionale. Dans sa vision du changement, le courant schumpétérien, qui est d'ailleurs indissociable de l'approche institutionnaliste, s'inscrit dans les théories évolutionnistes dans le sens où il met l'accent sur le processus de l'évolution du cadre institutionnel 'stable' en interaction avec le monde de l'entrepreneuriat 'dynamique' (Dockès, 1998).

2.1.2. Innovations de niche dans une perspective de « niveaux multiples »

Dans la continuité de la vision schumpétérienne, plusieurs recherches du courant « Transition Studies » (Grin et al., 2010) se sont récemment penchées sur la problématique de la transition, notamment dans une perspective de 'niveaux multiples' (Geels, 2002 ; Geels, 2011). La « Multilevel perspective » (MLP) peut être décrite comme un cadre théorique hybride qui met en relation les courants technoscientifiques avec les travaux en économie institutionnaliste et évolutionnaire (Coenen et al., 2012). Plus précisément, cette approche explique les transitions sociotechniques à travers l'interaction de processus à trois niveaux différents : le paysage, le régime et la niche (Ibid.). Ce cadre théorique se centre autour du concept de régime sociotechnique (ou cadre institutionnel) situé à un niveau caractérisé de « méso ». Composés d'une pluralité d'éléments hétérogènes interagissant entre eux (les technologies, les infrastructures, les marchés, les régulations, les croyances partagées, les pratiques des usagers, etc.) et résultant de la reproduction de pratiques par des groupes sociaux dans le temps, les régimes sociotechniques se caractérisent par leur grande inertie et résistance au changement. Les niches, au niveau « micro », représentent des « espaces protégés » de l'influence des règles liées au régime ('selection pressures'), au sein desquels émergent des innovations radicales en rupture avec le cadre dominant en place. Enfin, le concept de paysage sociotechnique fait référence à un contexte socio-économique et politique plus large qui inclut des idéologies politiques, des valeurs sociales et des tendances macro-économiques dominantes qui ont la capacité d'influencer les dynamiques au niveau du régime et de la niche (Geels, 2011).

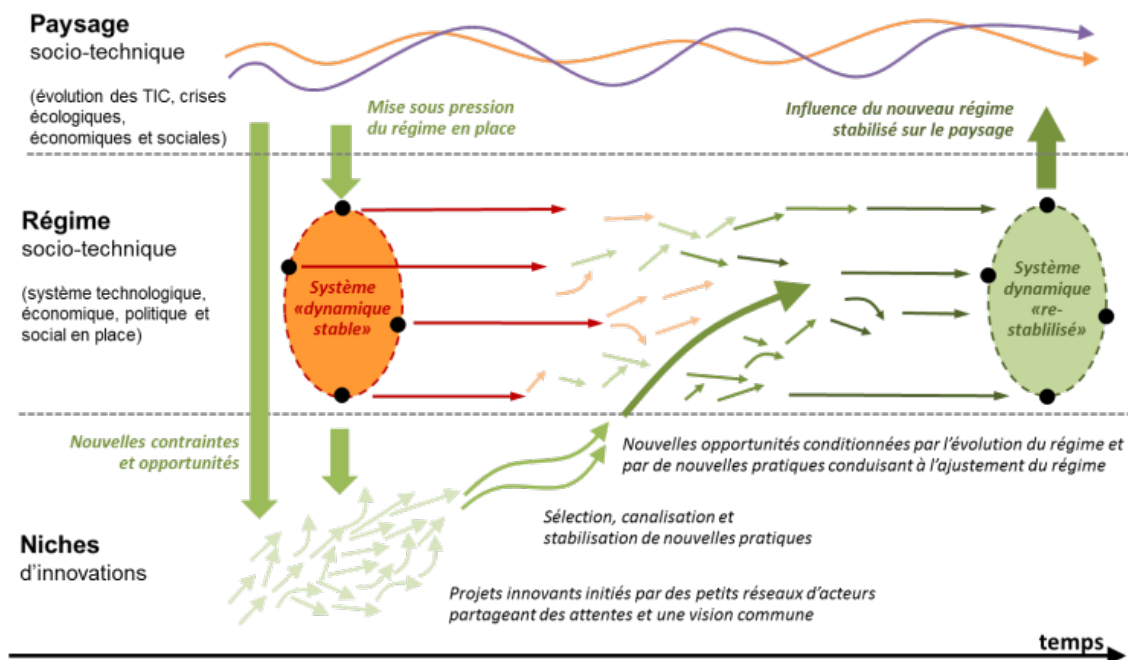
Selon l'approche MLP, la transition se met en œuvre suite à des interactions à différents niveaux. Tout d'abord, l'émergence d'innovations radicales au niveau de la niche crée un élan à l'interne, tandis que les changements au niveau du paysage (ex. transition énergétique et numérique) produisent une pression sur le cadre institutionnel ou le régime. En déstabilisant le cadre du régime, cette pression contribue à ouvrir une « fenêtre d'opportunités » pour le développement d'innovations issues de la niche.

Plus spécifiquement, les espaces protégés dans lesquels les niches émergent et évoluent se caractérisent par des dynamiques interconnectées suivant trois phases fonctionnelles suivantes : protection, renforcement et autonomisation (Smith and Raven, 2012). La phase

de protection implique des processus qui protègent une innovation de niche des pressions du régime sociotechnique dominant (tendances sectorielles, pratiques des consommateurs, significations culturelles, etc.). La phase de renforcement implique des processus qui soutiennent le développement de l'innovation par des attentes communes positives, par l'apprentissage social, etc. La phase d'autonomisation peut être comprise comme un processus qui permet aux innovations de niche de devenir concurrentielles dans des environnements de sélection inchangés ou bien comme un processus qui contribue aux transformations au sein du régime en place. Or, d'un point de vue de la transition, la relation entre ces différentes phases ou dynamiques peut être appréhendée comme un processus itératif: la protection initiale permet de renforcer rapidement la niche, dont le potentiel (s'il est couronné de succès) permet aux défenseurs de niches d'obtenir des mesures d'encouragement (ou de protection) plus actives en conduisant à une diffusion plus large et, finalement, à l'institutionnalisation de l'innovation dans un environnement de sélection transformé.

En résumé, les changements dans la structure des régimes sont appréhendés comme résultant de la diffusion et du déploiement d'innovations de niche facilitées par les pressions concomitantes instillées par les paysages (Ibid.) (Fig 3.).

Figure 3. Schéma d'une transition possible vers un nouveau régime sociotechnique



Source : Traduit et adapté de Geels, F. W. and Schot, J. (2007)

3. VERS UNE APPROCHE TERRITORIALE INTÉGRATIVE

Les théories de la transition « par le bas » fournissent indéniablement des clés de lecture et de compréhension des processus de changement de régime sous l'influence de l'institutionnalisation d'innovations de niche. Cependant, la prise en compte des échelles spatiales auxquelles se déploient ces processus présente des faiblesses. Les tenants de l'approche schumpétérienne mettent la focale sur le rôle des « milieux innovateurs » (Maillat et al., 1993) dans l'émergence et la diffusion des innovations technologiques susceptibles de provoquer des transformations socio-économiques majeures. D'un point de vue spatial, un milieu est appréhendé comme un espace géographique local ouvert qui n'a pas de frontières a priori et qui ne correspond pas à une région donnée - à la différence de l'approche régulationniste – mais qui présente une certaine homogénéité propre à une culture technique spécifique et qui s'organise en réseaux d'acteurs privés et publics (entreprises, institutions de recherche, pouvoirs publics locaux, etc.) participant à des projets d'innovation collectifs (Ibid.). Développée dans une vision a-spatiale, la MLP a été critiquée d'avoir utilisé les concepts 'local-global' en tant que concepts socio-cognitifs et non pas géographiques en traitant des processus de transition à différents niveaux (Coenen et al., 2012). En effet, n'étant pas géographiques de par leur nature, les niveaux du paysage et de la niche sont vus comme conceptuellement rattachés à la maturité d'un régime sociotechnique, telle qu'elle est perçue par les acteurs impliqués (Ibid.).

Tout en offrant des outils d'analyse et d'interprétation des processus de changements économiques et sociétaux, les approches de la transition discutées ci-dessus, à savoir la Théorie de la Régulation, l'approche schumpétérienne et la MLP, ne prennent pas en compte les spatialités de ces processus sociotechniques et politico-économiques de manière suffisante. L'approche territoriale de l'économie et de la finance (Crevoisier, 2004 ; Theurillat, 2011) permet d'appréhender les dynamiques du changement institutionnel d'une manière complexe et inclusive, dans la mesure où elle cherche à comprendre les effets d'actions réciproques qui relient les institutions avec les pratiques économiques dans des contextes territoriaux particuliers à travers des interactions multiples (concurrence, co-évolution, substitution, collaboration, etc.).

3.1. APPROCHE TERRITORIALE DE L'ÉCONOMIE ET DE LA FINANCE : INSTITUTIONS, RELATIONS ET TERRITOIRE

L'approche territoriale se fonde sur deux concepts clés que sont les institutions et le territoire qui représentent à la fois le contexte dans lequel se déroulent les processus économiques et la substance de ces processus. Selon cette approche, les institutions et le territoire forment un tout indivisible, où le contexte constitue à la fois la cause et le résultat de l'action des

acteurs économiques. Il est donc à la fois la matrice des phénomènes et l’empreinte puisqu’il résulte des interactions entre différentes composantes du territoire, des influences mutuelles entre les intentions et actions individuelles et les cadres institutionnels établis ou en formation (Crevoisier, 2004 ; Theurillat, 2011).

Portant sur la transition du système financier, cette recherche mobilise l’approche institutionnaliste qui fait partie intégrante de l’approche territoriale en abordant des transactions économiques en situation et dans leur contexte. Les institutions, les acteurs et le territoire seraient alors indissociables, car, en reprenant Crevoisier (2010 : 976) : "les acteurs institués agissent dans un contexte multi-local et multi-scalaire tout en étant influencés par des institutions, des structures et des régulations macro-économiques qui ne peuvent être réduites seulement à des interactions entre acteurs [...]. Les acteurs en interactions produisent le territoire et le territoire, à son tour, façonne les acteurs." Cette approche permet d’explorer et d’interpréter des règles et des pratiques en transition, dans le domaine de l’investissement financier à partir de leur contexte institutionnel et territorial.

L’industrie financière étant de nature fondamentalement spatiale, car exploitant la mobilité/liquidité du capital dans l’espace (Crevoisier and Corpataux, 2010), l’approche territoriale de la finance a été mobilisée car elle considère les circuits financiers à la fois comme des constructions institutionnelles et géographiques multi-scalaires aboutissant à des configurations relationnelles particulières entre les sphères financière et réelle de l’économie (Theurillat et Crevoisier, 2011).

3.2. LE CHANGEMENT INSTITUTIONNEL DANS UNE APPROCHE TERRITORIALE

En s’inscrivant dans la continuité théorique et conceptuelle de l’approche territoriale l’approche relationnelle du changement institutionnel (Bathelt and Glücker, 2013) appréhende les institutions non pas comme des organisations ou des règles, mais plutôt comme des pratiques sociales relativement stables, basées sur des attentes mutuelles qui doivent leur existence à une création ciblée dans une logique instrumentale ou bien une émergence non intentionnelle (Ibid). Selon cette approche, il est important de distinguer entre, d’une part, les organisations en tant qu’acteurs poursuivant des objectifs spécifiques, des règles comme prescriptions d’un comportement légitime ou même légal, et, d’autre part, les pratiques d’interaction stabilisées qui en résultent¹⁹.

Dans cette perspective, une approche relationnelle couplée à l’approche territoriale s’intéresse aux rôles des acteurs économiques, ainsi qu’aux pratiques et relations plus ou

¹⁹ On trouve les origines de cette distinction entre organisations et institutions chez Hayek (1973) qui dit qu’il est essentiel de distinguer les ordres construits délibérément, autrement dit des *organisations*, des ordres spontanés qui se sont formés et ont grandi par évolution non dirigée (Chavance, 2012).

moins stabilisées qui en résultent à différentes échelles spatiales et non spatiales (Crevoisier, 2010; Bathelt and Glücker, 2013). Ainsi, les expériences d'innovations financières dans le cas de plateformes de crowdfunding entraînent-elles aujourd'hui des adaptations des cadres législatifs en Suisse et ailleurs ? En reconnaissant une variété institutionnelle, l'approche relationnelle et territoriale du changement institutionnel s'attache à appréhender les institutions typiques ayant des caractéristiques communes en tenant compte de leur contexte. Une telle démarche expliquerait, en effet, une certaine variation de formes de modèles d'interactions stabilisées évoluant dans des contextes différents (Bathelt and Glücker, 2013).

En reconnaissant la nature hautement contextuelle de l'action économique, l'approche relationnelle et territoriale du changement institutionnel peut être couplée au cadre analytique du changement des configurations financières issu de la géographie de la finance et qui requiert une prise en compte de diverses forces et pressions qui peuvent être à l'origine de ce changement.

Dans le développement de ce cadre analytique, Dixon (2014) distingue trois catégories de forces et pressions : (1) la convergence des politiques ; (2) les convergences des pratiques ; (3) les innovations financières.

La convergence des politiques peut être illustrée avec l'exemple de l'Union Européenne où le changement des frontières géopolitiques et la diffusion des politiques et des cadres de régulation ont contribué à modifier la forme des systèmes financiers nationaux. A l'échelle plus globale, l'intégration financière est soutenue par la mise en place des accords et des standards internationaux comme, par exemple, les Accords de Bâle sur la régulation bancaire. La convergence des pratiques peut être expliquée par l'effacement des barrières à la mobilité des services financiers et à l'établissement des succursales dans d'autres pays en imposant, progressivement, des modes spécifiques de faire des affaires et, potentiellement, différentes formes d'entreprises. Par ailleurs, la mobilité transnationale accrue de ces élites de la finance favorise l'effritement des modèles et des pratiques particuliers à l'échelle des systèmes financiers nationaux et régionaux. In fine, sous pression de la concurrence et suite aux exigences pour une meilleure gestion du risque, les intermédiaires financiers sont amenés à innover. Dans l'impossibilité de résoudre le problème de l'incertitude radicale, ces innovations financières visent avant tout à la contourner, notamment grâce à des algorithmes de plus en plus sophistiqués exploités sur des serveurs de plus en plus puissants (ex. *High Frequency Trading*²⁰).

²⁰ Le principe de cette technique consiste à utiliser de puissants algorithmes mathématiques et des ordinateurs ultra-rapides afin de détecter les micromouvements de marché avec une échelle de temps de l'ordre de la dizaine de millisecondes. Ces machines sont capables d'exécuter des ordres à toute

Il est important de souligner que différentes politiques et pratiques financières qui convergent suite à des processus de standardisation à travers des réseaux transnationaux, sont issues des territoires spécifiques marqués par des enjeux politiques, sociaux et culturels particuliers. Le territoire spécifique est donc inhérent au développement de nouvelles pratiques et à la création de nouvelles connaissances.

Dans son ensemble, le changement institutionnel s'avère être un processus complexe qui implique différents types de forces et d'acteurs. Il est donc important de comprendre cette dynamique d'action mutuelle entre les acteurs et les forces internes et externes, ainsi que les tensions entre le local et le global, en identifiant comment les institutions influencent le comportement des acteurs, et aussi, dans quelle mesure et comment les acteurs, à leur tour, sont capables d'influencer, et éventuellement, changer les institutions (Battilana et al., 2009). Par exemple, au travers des concepts de causalité descendante et ascendante (Hodgson, 2003), les principales dynamiques du changement font référence au processus de la transition « par le haut » et « par le bas », ou encore à des influences et des pressions exogènes et endogènes dans un cadre institutionnel et territorial donné.

Dans une vision de la transition « par le haut », les structures institutionnelles englobantes sont appréhendées comme ayant une capacité, soit de provoquer le changement à l'échelle des comportements individuels, mais aussi collectifs (reconstitutive downward causation) (Hodgson, 2003), soit de résister au changement en produisant un phénomène d'hystérésis institutionnelle qui se caractérise par une persistance durable d'institutions au-delà du moment où les conditions initiales de leur formation ont perdu de leur pertinence ou complètement disparu (Bathelt and Glücker, 2013). Dans la présente recherche, ce phénomène a été illustré à travers le cas des caisses de pension suisses, encadrées dans un processus de protection financière et réputationnelle sous l'influence d'un cadre institutionnel contraignant.

4. ARTICLES DE LA THÈSE ET QUESTIONS TRANSVERSALES

Cette deuxième partie a été consacrée à la présentation des thématiques principales traitées dans les articles de thèse, à savoir les mécanismes de construction de la « valeur financière durable » et les nouvelles modalités d'(é)valuation de startups sur les plateformes de *crowdfunding*, à travers la question transversale de la gestion de l'incertitude.

vitesses et de tirer profit de très faibles écarts de prix sur des valeurs ou encore des faiblesses passagères qui peuvent survenir sur les systèmes d'échanges de titres (www.abcbourse.com).

4.1. QUELLES APPROCHES DE LA GESTION DE L'INCERTITUDE ?

Quelle logique gouverne donc la prise de décisions d'investissement ? Le concept d'incertitude keynésienne est souvent utilisé pour illustrer le rôle des conventions et des anticipations des acteurs, ainsi que celui de la confiance des investisseurs dans leurs anticipations (Moureau et Rivaud-Danset, 2004). Par exemple, selon les arguments de Keynes (1936), le taux d'intérêt dépend de l'opinion dominante qui représente un phénomène conventionnel, car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante l'estime.

Portée par l'objectif de comprendre les dynamiques territoriales et institutionnelles de la reconfiguration des circuits d'investissement, cette thèse s'est attachée à étudier et à mettre en perspective différents dispositifs de gestion de l'incertitude observés à travers deux cas emblématiques : fonds d'investissement durables (ou ISR) et plateformes de financement participatif (ou *crowdfunding*). Dans le premier cas, le dispositif sociotechnique de légitimation de la « valeur durable » des actifs financiers s'inscrit dans une approche globale de gestion du risque par la finance de marché dans un contexte d'abstraction des estimations financières des réalités territoriales. Dans le deuxième cas, le dispositif sociotechnique et numérique d'(é)valuation de startups innovantes se caractérise par deux dynamiques interconnectées, à savoir, la focalisation sur le contexte social, technologique, territorial de l'entreprise d'une part, et d'autre part, la mobilisation et le partage de connaissances signifiantes (Crevoisier, 2016) autour de son potentiel de développement afin de consolider les anticipations des investisseurs. Tout en tenant compte des rapprochements, notamment de nature conventionnelle, entre ces deux dispositifs, il convient de préciser certaines des particularités propres à deux types d'intermédiation financière : gestion de portefeuilles de titres de sociétés cotées (finance indirecte) et prises de participation directes dans le capital des PME et des startups non cotées (finance directe).

4.1.1. Finance indirecte

Sous le terme de finance *indirecte* (FI) on entend ici toute forme de circuit d'investissement qui s'opère via les marchés financiers. Concrètement, un portefeuille d'investissement composé de titres d'entreprises cotées en bourse (actions et/ou obligations), acheté directement ou par intermédiaire de gestionnaires financiers (banques ou sociétés de gestion de fortune) représente une forme *indirecte* de finance, et ceci pour deux raisons. D'une part, l'investisseur n'entretient pas de rapports directs avec les entreprises du portefeuille et, d'autre part, les décisions d'investissement et de désinvestissement sont soumises à une gestion indicielle faisant abstraction du contexte socio-économique et

territorial réel dans lequel évoluent les entreprises. Dans le cadre de la présente thèse, la question de la transition dans le domaine de la FI a été traitée, d'une part, en examinant les stratégies d'investissement des caisses de pension suisses, et, d'autre part, en explorant le cas de la construction de la « valeur financière durable » par la finance de marché.

Or, pour réduire l'incertitude (ou plutôt le sentiment de l'incertitude), laquelle est entendue comme le manque d'information pertinente, les investisseurs sur les marchés financiers font recours à l'imitation (Moureau et Rivaud-Danset, 2004). En associant le mimétisme à la difficulté de prévision de l'évolution des cours boursiers, Keynes (1936) distingue deux modes d'évaluation du cours des actions : (1) l'*évaluation objective* basée sur le calcul de la valeur fondamentale d'un titre à partir d'éléments objectifs et (2) le *mimétisme* fondé sur l'intérêt porté aux anticipations des autres intervenants sur les marchés financiers (Ibid).

Suivant cette logique, un investisseur formule une probabilité *a priori* sur la valeur d'un titre financier (Orléan 2011). Il l'actualise ensuite selon un processus de révision qui tient compte des informations qu'il reçoit personnellement et de l'opinion dominante du marché. Le poids attaché à ces deux sources d'information dépend du degré de confiance que l'individu a dans son jugement relativement à celui qu'il a à l'égard de l'opinion moyenne. Dans le cas où les investisseurs se fient davantage à l'opinion du marché qu'à leur propre jugement, un mécanisme d'autorenforcement se déclenche. Une dynamique spéculative se met en route où le prix de l'action se déconnecte de sa « *valeur fondamentale* » (Ibid.) – dont l'existence même dans la finance de marché est contestée (Giraud, 2008) - ce qui conduit généralement à la création de bulles financières (Orléan, 2011). En remettant en question la « valeur fondamentale » des titres d'entreprises cotées en Bourse, Giraud (2008 : 13) explique que « *la valeur future d'un actif financier est soumise à un ensemble irréductible d'incertitudes événementielles, macroéconomiques et politiques qui en toute rigueur ne sont même pas toujours probabilisables.* »

4.2. ARTICLE 1 : CONSTRUCTION DE LA « VALEUR FINANCIÈRE DURABLE » DANS UN CONTEXTE DE COUPURE AU TERRITOIRE DES ACTIVITÉS ÉCONOMIQUES

Les dérives spéculatives de la finance de marché ayant mis à mal la confiance des investisseurs, il n'est pas surprenant que le concept du développement durable soit très rapidement devenu un « nouveau crédo de reconversion » largement mobilisé et approprié par les grands acteurs de la finance – du côté de l'offre et de la demande (Gabriel et Gabriel, 2004). En Suisse, le milieu de la finance durable²¹ était essentiellement représenté par une

²¹ La finance durable (ou l'ISR), est entendue comme « *une pratique financière qui consiste à investir non pas uniquement sur la base de critères financiers (rendement / risque), mais en intégrant dans son choix des préoccupations sociales, éthiques ou environnementales* » (Capelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière, 2006:70).

association genevoise (*Sustainable Finance Geneva*)²² qui était alors en train de se positionner comme la principale plateforme d'innovation, d'information et de promotion dans le domaine de la finance durable en Suisse romande. Le phénomène de la « finance durable » a été appréhendé dans cette étude comme un construit sociotechnique fondé sur la convention de responsabilité particulière, partagée par les fournisseurs de fonds d'investissement socialement responsable (ISR), les grandes sociétés cotées en Bourse et les investisseurs « responsables ». Cette étude a mis en évidence une tension entre, d'une part, la mise en œuvre des objectifs de développement durable dans le sens « fort » du terme et, d'autre part, des mécanismes de légitimation et de validation de la « valeur durable » des produits financiers. Ceci a été rendu possible en raison d'une mise en place d'un dispositif sociotechnique particulier permettant une abstraction des critères d'évaluation de la durabilité (sociale, environnementale et financière), ainsi que de leur déconnection vis-à-vis des activités réelles des grandes entreprises financées par ces fonds. Les résultats de cette étude, qui ont été discutés dans le cadre du premier article de la thèse « Finance de marché et fonds d'investissement durables : la coupure au territoire », ont montré l'incapacité actuelle de l'industrie financière à (re)donner le sens à un investissement, le sens qui ne peut provenir que du lien direct avec un contexte territorial particulier.

En occupant une place centrale dans le domaine d'investissement financier, l'incertitude et le désir de la maîtriser se trouvent au fondement des innovations financières. La coupure au contexte territorial de l'évaluation financière serait, de ce fait, intrinsèquement lié au problème de gestion de l'incertitude et de ses approches, dans le cas de la finance indirecte (via les marchés financiers) ou la finance directe (financement de PME et de startups non cotées).

4.3. FINANCE DIRECTE

Quant à la forme *directe* de la finance (FD), elle fait référence à toute prise de participation directe au capital d'entreprises (PME et startups) non cotées ayant besoin de fonds propres. Les investissements en capital-risque (*venture capital*) ou en capital de développement (*private equity*) représentent les formes traditionnelles de la finance directe. A la différence du financement sur les marchés financiers via la cotation en bourse, le financement par le capital d'investissement (*venture capital* ou *private equity*) nécessite une

²² Sustainable Finance Geneva (SFG) est une association qui positionne Genève comme le centre d'innovation dans la finance durable. Créée en 2008 par une quinzaine de professionnels, SFG est aujourd'hui la plateforme incontournable de la finance durable en Suisse romande. (<http://www.sfgeneva.org/>).

participation managériale et une implication directe des investisseurs²³ à la gestion de l'entreprise investie. La transition dans le domaine de la FD a été explorée au travers le cas des plateformes de *crowdfunding* qui a fait l'objet de deux autres articles de la thèse. Cette forme émergente de FD se caractérise par de nouvelles modalités de gestion de l'incertitude qui combine l'approche traditionnelle du capital-risque avec un nouveau modèle d'intermédiation et d'(é)valuation de projets d'investissement au moyen de dispositifs numériques et sociotechniques particuliers²⁴.

4.3.1. Faire face à de multiples sources d'incertitude

Exposé à une forte incertitude et faisant appel à des stratégies variées, le processus de sélection et d'évaluation de startups par une société de capital-risque ne relève donc pas d'une méthode standard, mais plutôt d'une approche « artisanale » (Dubocage, 2006). Suivant la tradition de la branche, un investisseur en capital-risque doit être un expert confirmé dans un ou deux secteurs de prédilection et effectuer un ciblage serré des projets. Guidé par des critères de sélection pertinents établis grâce à son expertise, sa stratégie principale consiste à pratiquer une veille continue pour connaître les débouchés commerciaux des technologies de pointe, tout en actualisant son réseau d'experts qu'il mobilise pour évaluer la qualité de la startup (Ibid.). En ce qui concerne l'évaluation ou la fixation d'une valeur « légitime »²⁵, elle résulte d'un accord entre l'investisseur et l'entrepreneur. Marquée par un caractère subjectif, la valeur négociée se base sur des critères conventionnels de qualité (Jeannerat, 2013).

Selon Branche et al. (2012), les acteurs d'investissement direct (ex. sociétés de capital-risque) sont confrontés à trois sources d'incertitude majeures sur différentes étapes du processus d'investissement. La première grande incertitude consiste à prendre des risques sur des équipes de management et sur le potentiel du nouveau produit à un stade très précoce de sa conception. La deuxième incertitude est liée au développement des startups investies et à leur valeur qui peut fluctuer considérablement, en particulier dans le domaine des sciences de la vie en fonction des résultats des tests cliniques. La troisième incertitude est liée à la levée d'un nouveau fonds auprès des investisseurs institutionnels et se manifeste tous les trois ou quatre ans (Ibid).

²³ Ici le terme d'investisseur fait référence aux sociétés de capital-risque ou de *private equity*, lesquelles gèrent des fonds levés auprès des investisseurs institutionnels finaux (ex. les caisses de pension) en investissant directement dans des startups et PME non cotées (Demaria, 2012).

²⁴ Une étude comparative des modèles d'affaires des sociétés de capital-risque et des plateformes de *crowdfunding* a fait l'objet du 2-ème article de la thèse.

²⁵ Dans le cas de startup en phase de démarrage, la définition de la « vraie » valeur ou de la valeur « fondamentale » s'avère impossible car ne pouvant pas s'appuyer sur les résultats atteints par l'entreprise, mais prenant en compte uniquement les objectifs anticipés.

Confrontés à ces différentes sources d'incertitude, les acteurs de la finance directe ont développé des attitudes et des stratégies particulières pour leur faire face (Julien et St-Pierre, 2012). D'une part, le choix de « minimiser » l'incertitude implique de privilégier des projets à faible risque et, donc, de petite envergure, visant surtout des marchés locaux, relativement protégés de la concurrence. D'autre part, ceux qui décident de relever le défi en essayant de « gérer » l'incertitude, optent pour un marché plus large sur lequel, grâce à leurs connaissances et leurs expériences, ils pensent pouvoir affronter la concurrence et le changement technologique. La troisième attitude consiste à « affronter » (ou « battre ») l'incertitude en agissant d'une manière proactive et en acceptant d'investir dans des entreprises avec un environnement particulièrement turbulent justement pour profiter de l'incertitude. Les investisseurs / entrepreneurs de ce type cherchent une très forte croissance, innovent régulièrement et se distinguent de la concurrence de par des spécificités de leur produit ou par la façon de le produire et de l'offrir. En innovant beaucoup, ils voient l'incertitude tant comme un défi que comme un moyen de tromper la concurrence (Ibid.).

Par ailleurs, l'incertitude pourrait être réduite grâce à l'obtention et à la transformation de l'information en connaissance (Julien et St-Pierre, 2012). Les informations nécessaires à une prise de décision dans un environnement incertain proviennent souvent des réseaux/communautés, ce qui offre une assurance que l'information complémentaire sera disponible à mesure que la décision s'actualisera et rencontrera divers problèmes ou obstacles non prévus (Ibid.). Ainsi, l'information partagée, cumulée et transformée en connaissances signifiantes constitue une partie de la réponse à l'incertitude et à l'ambiguïté (Crevoisier, 2016).

Cependant, la volonté de maintenir l'objectivité dans l'incertitude radicale semble être bien illusoire (Dubocage, 2006). La population des acteurs du capital-risque étant très hétérogène, certains investisseurs sont aptes à formuler leur jugement sur la qualité et la valeur d'une jeune entreprise, en puisant les ressources dans leurs compétences personnelles, leur expérience, ainsi que les réseaux d'experts auxquels ils sont connectés. D'autres, ne disposant pas de compétences requises pour évaluer une startup et prendre une décision d'investissement, recourent au *mimétisme*, dans le sens où ils imitent soit le capital-risqueur qu'ils identifient comme compétent, soit le marché du capital-risque dans son ensemble (Ibid.).

Portés par les technologies d'Internet grâce à leur important potentiel de diffusion à très grande échelle, différents dispositifs d'évaluation *mimétique* sont en train de « s'institutionnaliser » dans le domaine de la finance digitale. Dans le cas de *crowdfunding*, le processus d'estimation de la valeur d'une startup aux yeux des investisseurs potentiels

s'appuie, en grande partie, sur des dispositifs sociotechniques qui mettent à profit les connaissances significatives, c'est-à-dire légitimées par la réputation et le statut de certains membres de la communauté et non pas par les droits de propriété sur ces connaissances (ex. brevet) (Crevoisier, 2016). Ces communautés virtuelles d'investisseurs, de plus en plus hétérogènes, sont composées d'experts renommés (*'top investors'*), d'investisseurs professionnels (*Business Angels*), d'entrepreneurs à succès, de personnalités connues, ainsi que d'investisseurs débutants et non expérimentés.

Le cas de plateformes émergentes de *crowdinvesting* (ou d'*equity crowdfunding*) a fait l'objet du dernier volet de cette recherche dans l'optique de rendre compte de nouvelles modalités de gestion de l'incertitude. Se développant très rapidement sur le fond du déclin du capital-risque traditionnel, notamment en Suisse (Salomon, 2016), ces nouveaux acteurs de la finance digitale se sont impliqués dans le développement et la mise en œuvre d'un nouveau modèle d'affaires destiné à « démocratiser » ce type d'investissement reconnu comme extrêmement risqué. Le chapitre suivant abordera plus spécifiquement les caractéristiques particulières de cette nouvelle forme de la finance directe.

4.4. ARTICLES 2 ET 3 : LE CROWDINVESTING

Depuis quelques années, l'industrie d'investissement direct dans des *startups early-stage* a connu d'importantes évolutions. En effet, investir directement dans des jeunes entreprises innovantes n'était plus une prérogative exclusive des sociétés de capital-risque et des *business angels* professionnels. Depuis le début des années 2010, on assistait à un développement rapide des plateformes de *crowdfunding/crowdinvesting* (Belleflamme et al., 2014) qui mettaient en relation les investisseurs privés avec les porteurs de projets innovants.

Conformément à une récente étude portant sur les investissements via les plateformes de *crowdfunding* en Suisse²⁶, CHF 15.8 mio ont été investis en 2015 dans le cadre de 1078 offres de financement de projets. Ce chiffre représente une augmentation de 36% en termes de volumes en comparaison avec l'année précédente (CHF 11.6 mio), tout en restant extrêmement modeste. Dans le secteur du *crowdinvesting*, CHF 4.6 mio ont été investis dans seulement dix projets en 2015. En effet, selon les auteurs du rapport, tenant compte du volume d'investissement total per capita en comparaison avec les Etats-Unis et le Royaume Uni, le marché suisse du *crowdfunding* se trouvait encore à ses débuts en matière d'investissement dans des *startups early-stage*.

²⁶ *Crowdfunding Monitoring Switzerland 2015*, Institute of Financial Services Zug IFZ (www.hslu.ch/crowdfunding)

D'un point de vue de son modèle d'affaires, le *crowdfunding* se différencie des autres formes du *crowdfunding*. En effet, selon la définition suivante, largement acceptée, le *crowdfunding* implique un appel ouvert, principalement via une plateforme Internet spécialement dédiée, à une collecte de ressources financières sous forme de dons (sans récompense) ou bien en échange d'une certaine forme de rétribution et/ou de droits de vote dans le but de soutenir des projets à but spécifique (Belleflemme et al., 2014). Le but du *crowdfunding* consiste à acquérir des parts, c'est-à-dire à devenir actionnaire d'une société, généralement une très jeune *startup*. Il est à noter qu'à la différence des sociétés de capital-risque ou des *Business Angels* professionnels, les 'crowd'-investisseurs représentent une catégorie d'investisseurs « passifs » et souvent non expérimentés qui disposent des droits de vote limités, principalement dans le souci de garantir plus de liberté de décision managériale aux porteurs de projets.

Actuellement, il existe cinq plateformes de *crowdfunding* actives en Suisse. Cependant, durant l'année 2015, seulement deux d'entre elles ont réussi à lever suffisamment de fonds pour atteindre les objectifs de dix campagnes d'investissement au total. Ces deux plateformes, *Investiere*²⁷ et *c-crowd*²⁸, ont fait l'objet d'études de cas approfondies dont les résultats principaux ont été développés dans deux articles de cette thèse.

4.4.1. Vers de nouvelles modalités de gestion de l'incertitude ?

Au prisme de l'approche territoriale, le deuxième article de thèse compare les modalités de gestion de l'incertitude pratiquées par les sociétés de capital-risque et les plateformes de *crowdfunding*. Au travers d'une grille de lecture spatiale et temporelle, il met en lumière les divergences entre ces deux approches qui apparaissent à chaque étape du processus d'investissement : recherche/sélection de startups, évaluation de leur potentiel, entrée dans le capital de l'entreprise, suivi de son développement et, sortie de l'investissement ou Exit. Les résultats de ce travail laissent donc à voir les contours d'une nouvelle forme d'investissement direct qui se réinvente en intégrant dans un modèle d'affaires hybride l'approche du capital-risque traditionnel et le dispositif sociotechnique et numérique « communautaire » de sélection et d'évaluation de startups implanté sur les plateformes de *crowdfunding*.

Le troisième article s'inscrit dans le prolongement des questionnements autour du nouveau modèle d'affaires des plateformes de *crowdfunding* avec un focus particulier sur les dispositifs sociotechniques et numériques d'(é)valuation de startups. Une étude comparative

²⁷ www.investiere.ch

²⁸ www.c-crowd.com

de deux plateformes de *crowdfunding* en Suisse²⁹ s'est attachée à investiguer les particularités d'une nouvelle manière de gérer l'incertitude entrepreneuriale. Plus précisément, une analyse fine de deux approches impliquant des activités « *sur* » et « *en dehors* » de la plateforme, a permis de mettre en lumière l'importance de l'approche relationnelle ('*social proof*') qui incarne une valorisation économique (valuation) des projets d'investissement basé sur des interactions sociales interpersonnelles au sein des communautés de *crowd*investisseurs privés et professionnels.

5. APPORTS ET LIMITES DE LA THÈSE

La démarche de recherche qui a conduit progressivement à élaborer les trois articles de cette thèse s'est donc construite à travers un parcours évolutif empreint de différents apports théoriques et méthodologiques qui ont contribué à saisir les transformations en cours dans le domaine de l'investissement direct et indirect et à interpréter leurs implications pour le changement institutionnel à l'échelle de la Suisse.

Une démarche innovante s'est avérée porteuse d'un triple apport qualitatif caractérisé par une évolution méthodologique, théorique et conceptuelle dans le domaine étudié. Premièrement, une certaine flexibilité méthodologique est apparue nécessaire pour explorer la transition et le changement institutionnel en cours. En effet, l'impact d'entraînement réciproque entre différentes dynamiques du changement institutionnel – hystérésis institutionnelle « par le haut » et entrepreneuriat institutionnel « par le bas » - ne pouvait être saisi en temps réel qu'au travers des informations indirectes ou des « signaux faibles ». L'interprétation des « signaux faibles » indiquant de nouvelles tendances porteuses de changement³⁰ a permis de diriger de recherche vers les configurations émergentes de circuits d'investissement (ex. plateformes de *crowdfunding*) qui sont actuellement entrées dans une phase de diffusion et de stabilisation à grande échelle.

Deuxièmement, le cheminement évolutif de cette recherche a permis de mettre en perspective d'une part les approches théoriques de la transition et, d'autre part, les théories de la valeur et de la valuation dans l'approche de la gestion de l'incertitude. En mettant en lumière l'importance du rôle des communautés (virtuelles) et des connaissances signifiantes dans le processus de l'évaluation et de la valorisation des projets d'investissement innovants, cette approche apporte une nouvelle compréhension de l'incertitude, en particulier en période de transition numérique actuelle. Troisièmement, appréhendées au prisme des théories de la valuation, ces nouvelles modalités de gestion de l'incertitude implémentées

²⁹ *Investiere.ch* et *c-crowd.ch*

³⁰ Pour une description détaillée des cas porteurs de « signaux faibles » voir l'Annexe 1.

par les nouveaux acteurs de la finance directe, à savoir les plateformes de crowdfunding, ont pu être interprétées à la lumière de nouveaux concepts, comme, par exemple, le concept de « social proof » développé et discuté dans les deuxième et troisième articles de thèse. Ancré dans l'environnement des réseaux Internet et s'appuyant sur la force de diffusion et de partage d'informations « signifiantes » entre les membres de communautés d'investisseurs, ce concept représente un changement de paradigme en rupture avec les approches traditionnelles de l'évaluation de startups, basées sur l'expertise financière et industrielle approfondie. Par ailleurs, le concept de « valeur financière durable », développé dans le cadre du premier article de thèse, a permis de déconstruire les différents mécanismes de validation de la « valeur durable » par la finance de marché en mettant en évidence une situation d'abstraction et de rupture avec le contexte territorial des activités économiques des entreprises « durables ».

Un apport de cette thèse réside également dans une construction conceptuelle et interprétative particulière qui articule différentes approches et théories pour une meilleure compréhension des processus de transition dans le domaine de la finance. A notre connaissance, il n'existe pas à l'heure actuelle d'autres travaux portant sur la transition appliquée à l'industrie financière, et plus particulièrement aux circuits d'investissement reliant l'épargne et les activités économiques réelles. Plus spécifiquement, cette construction conceptuelle a consisté à combiner différentes théories de la transition et à les appliquer à l'analyse des cas d'innovations financières dans une approche territoriale de l'économie et de la finance. Même s'il ne s'agit pas de l'élaboration d'un nouveau cadre théorique abouti, la contribution d'ensemble de ce travail consiste à rendre compte des processus de changement dans le domaine du système financier à travers une approche particulière d'articulation et de combinaison de différentes théories de la transition. Cette approche est présentée d'une manière synthétique dans la Figure 2 afin d'illustrer l'articulation entre le cadre théorique « méta » et les articles de thèse.

Enfin, il nous semble important de préciser certains obstacles et limites qui ont influencé la réalisation de cette thèse. De manière générale, l'approche empirique par les « signaux faibles » de la transition nous a contraints à nous focaliser sur des études de cas à l'échelle micro en tant qu'exemples concrets de nouvelles configurations d'interactions entre les pratiques émergentes et le régime en place. Bien que l'exploration de ces cas micro de plateformes de crowdfunding ait apporté un éclairage des particularités de ces nouvelles modalités de gestion de l'incertitude, la question de montée en généralité et celle de l'institutionnalisation de cette nouvelle forme de la finance à grande échelle reste encore ouverte. Dans un contexte d'une grande incertitude quant à la direction et les implications des évolutions en cours, il serait nécessaire, à notre avis, de réaliser des études de suivi du

développement des innovations de niche dans le domaine de la finance sur une période de temps plus étendue. En outre, des études comparatives portant sur un plus grand nombre de *FinTechs* issues de différents territoires et portées par diverses catégories d'acteurs permettraient de rendre compte des processus de diffusions, de concurrence, de substitution ou de concurrence entre différentes pratiques émergentes et stabilisées.

Après avoir souligné les contributions principales et les limites de la démarche, la partie suivante présente les trois articles tels qu'ils ont été publiés ou soumis aux différentes revues scientifiques.

Figure 4: Une approche théorique combinatoire de la transition financière

CADRE INSTITUTIONNEL	<i>« par le haut »</i>	<i>« par le bas »</i>	INNOVATIONS DE NICHE
	Théorie de la Régulation	Approche Schumpetérienne Multi Level Perspective (MLP)	
	Permet d'appréhender les (dys)fonctionnements des principales institutions, d'anticiper l'éclatement de grandes crises structurelles et d'analyser les pistes de sortie à travers les mécanismes de (re)régulation des institutions et des systèmes défaillants.	Permet de comprendre l'évolution du cadre institutionnel « stable » sous l'influence des processus de diffusion des innovations de rupture. Offre des outils de compréhension des dynamiques de développement des innovations de niche et de leur intégration au niveau du régime	

Article 1 : « Finance de marché et fonds d'investissement durables : la coupure au territoire »	Article 2 et 3 : « Modèles émergents d'intermédiation financière et d'(é)valuation de projets d'investissement »
Construction de la « valeur financière durable » basée sur la coupure au contexte territorial et compatible avec le fonctionnement institué du système financier dans le régime dominant.	Emergence et développement d'innovations de niche dans le domaine de l'investissement. Mécanismes de stabilisation et de diffusion de nouveaux modèles d'affaires entre les pressions du paysage (transition numérique) et la résistance du régime néolibéral.

<i>« par le haut et par le bas » (vers une approche intégrative)</i>
Approche territoriale de l'économie et de la finance
Permet d'appréhender les dynamiques de l'interaction (l'entraînement réciproque, coexistence, concurrence, hystérésis) entre le régime institutionnel englobant et les innovations de niche dans une vision territorialisée (relationnelle, contextuelle et dynamique).

PARTIE 2 : ARTICLES DE THESE

6. FINANCE DE MARCHÉ ET FONDS D'INVESTISSEMENT DURABLES : LA COUPURE AU TERRITOIRE

Article à paraître dans la Revue *Géographie, Économie et Société*

Theurillat T., Salomon V. et Crevoisier O. (2017). « *Finance de marché et fonds d'investissement durables : la coupure au territoire* » (à paraître).

Résumé

Cet article s'inscrit en géographie de la finance et montre, à l'aide de diverses études de cas, comment l'industrie financière, en s'appropriant le concept de développement durable de manière particulière, a construit sa propre approche de la « *valeur financière durable* » dans le cadre des fonds d'investissement socialement responsable (ISR). Il explique la manière dont l'industrie financière auto-valide son action en matière de finance « durable » par le recours à des organisations (agences de notation extra-financière et ONGs), des personnalités (experts, leaders d'opinion) ou des institutions (organisations internationales) qui, par leur réputation ou leur position, légitiment la « valeur durable ». Or, si ces acteurs parviennent à animer le débat médiatique, scientifique et politique, ils restent largement sous l'influence de l'industrie financière et ne remettent pas en cause l'essence même des produits financiers, la coupure au territoire. L'absence de territorialisation et de contextualisation territoriale empêchent toute approche forte de la durabilité, fondée sur les acteurs locaux et une opérationnalisation sur un territoire donné.

Mots clefs : finance durable, investissement socialement responsable (ISR), territoire, développement durable, valeur durable, responsabilité sociale des entreprises (RSE)

Remerciements

Cet article est issu du projet de recherche « *Reconfiguration actuelle du système financier suisse : quelles articulation avec l'économie réelle et les régions ?* » financé par le Fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS), numéro 100017_134606. Nous exprimons nos plus vifs remerciements au FNSRS pour leur soutien.

6.1. INTRODUCTION

La finance de marché (FM) et le développement durable (DD) représentent deux phénomènes actuels majeurs. Ils sont amenés non seulement à coexister, mais également à s'articuler l'un à l'autre. Les fonds d'investissement socialement responsable (ISR) ou durables, dans lesquels figurent des entreprises qualifiées de « responsables » représentent des instruments importants de la FM. Une abondante littérature nous éclaire sur les différentes modalités techniques et les acteurs impliqués dans le fonctionnement de ces fonds (Demaria, 2004 ; Capelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière, 2006 ; Capelle-Blancard et Monjon, 2014, Capron et Quairel-Lanoizelée, 2004, 2007 ; Gollier, 2012 ; Crifo et Mottis, 2013). Il est notamment souligné que, d'un point de vue de la gestion financière, les fonds durables ne se différencient guère des fonds de placement classiques.

Cependant, les aspects territoriaux paraissent être négligés. Cela relève d'une importance cruciale puisque, pour tout un corpus de littérature, c'est justement par le territoire que le DD devient concret et identifiable (Theys, 2002, 2014 ; Laganier et al., 2002 ; Da Cunha, 2003 ; Zuindeau, 2005). La territorialisation apparaît comme la condition d'une approche forte de la durabilité puisqu'elle détermine le cadre de la gouvernance, c'est-à-dire à la fois le groupe des parties prenantes qui vont participer à la négociation et à la construction de solutions à la fois équitables et démocratiques en fonction de contextes différents d'un territoire à l'autre. Le DD n'est donc pas défini à priori, mais reflète le résultat d'un processus qualitatif et social réalisé en situation. Si les aspects territoriaux du DD sont largement documentés et déclinés pour que puissent se réaliser des actions à la fois équitables et adaptées au contexte local, le rôle du système financier est largement ignoré. A l'inverse, à l'exception d'un certain nombre de travaux sur les investissements immobiliers d'acteurs financiers (Boisnier, 2011 ; Nappi-Choulet, 2009) et sur la manière dont la finance se territorialise dans des projets urbains (Theurillat et Crevoisier, 2013 et 2014), le DD reste peu abordé en géographie de la finance (Clark and Wojcik, 2007 ; Dupuy et Lavigne, 2009 ; Pike et Pollard, 2010 ; French et al., 2011 ; Christophers, 2011).

Cet article s'inscrit en géographie de la finance et montre, à l'aide de diverses études de cas, comment l'industrie financière, en s'appropriant le concept de DD de manière particulière, a construit sa propre approche de la « valeur financière durable » dans le cadre des fonds ISR ou durables (Gabriel et Gabriel, 2004). Nous avançons la thèse que la réponse de l'industrie financière en matière de finance « durable » reste marquée par la prédominance des modèles opérationnels et des valeurs de la FM en raison de la coupure au territoire qu'elle organise. Elle repose sur le postulat que les objectifs de DD sont objectivables et atteignables suivant la logique de la théorie du portefeuille (Markowitz, 1959) permettant à l'investisseur de faire un choix d'investissement rationnel basé sur les notions de risque et de

rendement indépendamment des contextes des investissements. La « valeur durable » de l'industrie financière est basée d'une part sur la multiplication des critères d'évaluation de la durabilité des entreprises et la sophistication des modèles de calcul et des matrices qui permettent de renforcer l'idée que les acteurs financiers sont actifs et s'impliquent pour une meilleure prise en compte du DD dans les placements financiers. Une fois la « valeur financière durable » rendue objectivable, abstraite et dé-contextualisée/dé-territorisée, les acteurs financiers la transforment en y adossant des formes de validation sociale. Certains établissements développent à l'interne des départements d'analyse « durable » ; d'autres s'allient avec des personnalités (experts, leaders d'opinion), des organisations (agences de notation extra-financière et ONGs) ou des institutions (organisations internationales, comme l'ONU³¹, ou nationales³²) qui, par leur réputation ou leur position, légitiment la « valeur durable ». Or, si ces acteurs parviennent à animer le débat médiatique, scientifique et politique, ils restent largement sous l'influence de l'industrie financière et ne remettent pas en cause l'essence même des produits financiers, la coupure au territoire. L'absence de contextualisation territoriale empêche toute approche forte de la durabilité, fondée sur les acteurs locaux et une opérationnalisation sur un territoire donné. Finalement, c'est dans le cadre de l'absence de lien au territoire et à l'économie réelle que se créent et se renforcent des croyances partagées et des conventions mimétiques sur certains pays, économies ou sur la durabilité de certaines entreprises (Orléan, 1999 et 2011).

La première partie de l'article développe une approche territoriale des liens entre DD et FM à travers le cas des fonds ISR. Le territoire s'avère essentiel puisqu'il définit le cercle des acteurs et les modalités d'opérationnalisation du DD. Cependant, si le DD est défini socialement et de façon processuelle selon les contextes territoriaux, c'est également et surtout le sens attribué aux actions qui est primordial. Dans les prolongements d'une approche conventionnaliste de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises (RSE), les entreprises ne peuvent elles-mêmes se déclarer (ir)responsables dans leur engagement à mettre en œuvre les principes du DD. Un contrôle social s'avère nécessaire. Or, la grandeur de « (ir)responsable » ne peut être objectivement mesurée faute d'exigences contraignantes et de critères communs, partagés et univoques. La responsabilité des entreprises est donc soumise à des évaluations ad hoc qui débouchent sur des rapports de DD à but « marketing » ciblés, selon les destinataires (consommateurs, sponsors et médias).

³¹ De nombreuses institutions financières qui commercialisent des fonds ISR déclarent appliquer les Principes d'Investissement Responsable soutenus par les Nations Unies (<http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>).

³² L'association *Sustainable Finance Geneva* fédère plus de 250 acteurs financiers privés et institutionnels en œuvrant pour la promotion de la finance « durable » en Suisse. En collaboration avec l'Université de Genève, elle organise depuis 2014 *Geneva Summit on Sustainable Finance*, un grand événement international réunissant des acteurs académiques et financiers.

La deuxième partie de l'article s'attache à décrypter comment l'industrie financière a construit la « valeur durable » des fonds ISR, en mettant en lumière les dispositifs sociotechniques mobilisés et les acteurs légitimants. Les limites de la validation de la « valeur durable » de la FM font l'objet de la troisième partie. La conclusion met en exergue l'importance du territoire, exclu par convention du dispositif sociotechnique de la FM. Sans le territoire, il est en effet difficile d'identifier et de débattre des liens entre les investisseurs/actionnaires responsables et les projets financés qui fassent sens en matière de responsabilité ou de durabilité.

6.2. LE TERRITOIRE COMME CONDITION D'UNE APPROCHE FORTE DU DD

Depuis le rapport Brundtland, le DD fait toujours débat, quand bien même il se trouve actuellement en crise face à une ambiguïté normative qui favorise la multiplication de concepts tels que l'économie verte ou durable, la transition économique et sociale, la décroissance, etc. (Theys, 2014). Le DD fait référence à des registres d'arguments très hétérogènes que l'on se place dans le cadre de visions forte, très forte ou faible de la durabilité, qui influencent considérablement les manières d'agir (Theys, 2002 ; Da Cunha, 2003 ; Vivien, 2005 ; Maréchal, 2005). Si la définition du DD n'est toujours pas stabilisée, c'est également parce que le système capitaliste dispose d'une capacité d'intégrer la critique et de se réadapter pour se perpétuer (Boltanski et Chiapello, 1999). En tant que construction sociale, le DD renvoie à la manière dont la société et les diverses organisations, y compris les chercheurs, débattent, s'opposent, s'approprient et répondent à une exigence sociale de « faire quelque chose » pour le futur de la planète (Zuindeau, 2000 ; Maréchal, 2005).

6.2.1. La nécessité d'une approche territoriale des liens entre DD et finance

Les géographes ont activement contribué à la clarification des conceptions autour du DD en insistant sur la dimension territoriale comme condition d'une approche forte de la durabilité (Zuindeau, 2000 ; Laganier et al., 2002 ; Zuindeau, 2005 ; Theys, 2002, 2014). Celle-ci se distingue de l'approche faible de la durabilité, inspirée de l'économie néoclassique de l'environnement, qui repose sur les axiomes de substituabilité des facteurs (capital artificiel et capital naturel) et de monétarisation de l'environnement (Harribey, 1998). Elle considère la société et l'environnement comme extérieurs à l'économie. Dans ce cadre, la solution privilégiée consiste à faire basculer les éléments environnementaux dans la sphère marchande en leur attribuant des droits de propriété, ceci dans le but d'assurer la croissance économique, de génération en génération, grâce au progrès technologique.

La durabilité forte représente une vision antropocentrée où les hommes font partie intégrante des géosystèmes complexes basés sur des équilibres biogéochimiques (René

Passet, 1996 ; Da Cunha, 2003). Contrairement à la vision écocentrée (durabilité très forte ou écologie profonde) où la nature est considérée comme un sujet en soi qui peut faire valoir ses droits fondamentaux, les hommes sont en effet les seuls à porter la responsabilité de leurs propres finalités. La durabilité forte appréhende sur un pied d'égalité la complexité des relations que l'homme entretient avec son environnement. L'économie et la société se voient ainsi enchâssées dans l'environnement ; cependant ce double enchâssement n'est pas hiérarchique mais interactionniste (Boidin et Zuindeau, 2006 ; Da Cunha, 2003).

La conception forte de la durabilité souligne l'importance d'une approche multidimensionnelle et interactionnelle pour agir et trouver des compromis durables. Pour les géographes, c'est bien par le territoire, un environnement à la fois réel et complexe, que les actions et les compromis deviennent identifiables. « Aujourd'hui, c'est essentiellement à l'échelle des territoires que les problèmes de développement durable sont perçus et c'est sans doute également là qu'ils peuvent trouver des solutions à la fois équitables et démocratiques » (Theys, 2002:3). La territorialisation apparaît dès lors comme la condition incontournable permettant aux acteurs de trouver des solutions en s'inscrivant dans une démarche particularisante en fonction des contextes (Crevoisier, 1999). C'est, par conséquent, le territoire qui détermine le cadre de la gouvernance, c'est-à-dire le groupe des parties prenantes qui vont participer à la négociation et à la construction de compromis de DD à partir d'enjeux qui sont différents d'un territoire à l'autre. Cela signifie que les parties prenantes impliquées dans les négociations sont interdépendantes et qu'elles sont amenées à travailler ensemble. Il s'ensuit une variété de formes de durabilité puisque les acteurs territoriaux doivent trouver des solutions de durabilité en fonction des enjeux locaux spécifiques. Ces derniers ne sont toutefois pas la simple déclinaison au niveau local des problèmes globaux, le DD n'étant pas fractal. La durabilité d'un territoire (ou durabilité interne) doit se réaliser en cohérence avec l'extérieur (le global) dans le cadre d'une équité territoriale (ou intra-générationnelle) consistant à ne pas reporter dans un ailleurs spatial et/ou temporel des problèmes sociaux ou environnementaux d'ici et maintenant (Zuindeau, 2005).

Toutefois, la dimension territoriale ne résout pas tout et n'est pas sans ambiguïtés notamment en ce qui concerne les modalités de l'identification des enjeux, des actions et des bilans (à postériori) de la durabilité. Il n'en demeure pas moins que c'est bien le contexte territorial qui rend le DD à la fois concret et identifiable, permettant de l'opérationnaliser et surtout d'en débattre. Ce sont les acteurs qui donnent un sens et qui rendent le DD objectivable à partir de composantes qui ne sont pas définies à priori, mais qui résultent du processus. En d'autres termes, l'approche territoriale de la durabilité forte met l'accent sur la

proximité entre acteurs et connaissances situées – qualitatives et quantitatives – de façon à aborder le DD comme un tout, dans ses multiples dimensions, de manière concrète.

La ville a été le lieu privilégié de la territorialisation du DD. On ne compte plus les recherches sur l'urbanisme durable et le développement urbain durable (DUD). Toutefois, le rôle du système financier et de la finance de marché reste ignoré. Cette dernière a fait l'objet d'une attention en géographie de la monnaie et de la finance (Leysshon et Thrift, 1997 ; Clark et Wojcik, 2007 ; Dupuy et Lavigne, 2009). Plus récemment, nombre d'auteurs soulignaient que le processus de financiarisation de l'économie et de la société demeurait un domaine sous-théorisé et sous-étudié (French et al., 2011 ; Dixon, 2011 ; Engelen et al., 2010 ; Pike et Pollard, 2010). L'objectif est bien de mettre la géographie au cœur de la financiarisation de l'économie (Corpataux et al., 2009 et 2016) de manière à appréhender « *une emprise croissante d'acteurs, marchés, pratiques, calculs et justifications financiers à diverses échelles, débouchant sur une transformation structurelle de systèmes économiques, entreprises (y compris financières), Etats et ménages*³³ » (Fernandez et Aalbers, 2016: 2).

Pour l'heure, le lien entre la FM et le DD a été décrit dans le cadre de travaux sur les convergences entre marchés immobiliers et marchés financiers (Coakley, 1994), et sur les diverses formes de financiarisation de l'environnement urbain construit (Aalbers, 2008, 2009; Theurillat, 2011 ; David et Halbert, 2013; Guironnet et al., 2016). Un certain nombre d'auteurs portent l'analyse sur les investissements « verts » de fonds immobiliers en France (Nappi-Choulet, 2009 ; Boisnier, 2011) ou en Amérique du Nord (Hagerman et al., 2007 ; Hebb et al., 2010). D'autres adoptent une approche territoriale des relations entre financiarisation et DD (Theurillat, 2011 ; Theurillat et Crevoisier, 2013 et 2014) et montrent comment ces deux phénomènes contradictoires prennent forme en fonction des contextes territoriaux (Harribey, 2003 ; Theurillat, 2009). En Suisse, de grands projets urbains combinant des fonctions multiples (espace commercial et de loisirs, espace résidentiel et/ou de bureaux) sont devenus des placements privilégiés d'investisseurs institutionnels (caisses de pension, fonds immobiliers et sociétés d'investissement immobilières). Bien intégrés au réseau de transports collectifs, ces projets urbains permettent de répondre à un certain nombre d'enjeux liés à la ville compacte. Quand bien même des tensions existent entre les investisseurs (rendements basés sur les loyers et captage de la rente foncière), les Municipalités, les partis politiques et les attentes plus larges de la société civile, des arrangements sont indispensables à la réalisation des projets urbains. Dans certains cas, les négociations ont débouché sur la prise en charge par les investisseurs d'autres sous-projets – allant au-delà des normes légales en matière de construction – contribuant à la ville

³³ Traduit de l'anglais par les auteurs

durable (panneaux solaires, toits végétalisés, réduction de la taille des parkings, accès public au site, etc.).

6.3. L'ISR : UNE DÉCLINAISON DU DD DANS LA FM BASÉE SUR LA LÉGITIMATION SOCIALE

Si l'on considère le DD comme une construction sociale (Boltanski & Thévenoz, 1991 ; Boltanski & Chiapello, 1999 ; Favereau et al., 2002), il s'avère nécessaire d'explorer la manière dont les acteurs dans différents secteurs économiques s'organisent et mettent en place des dispositifs sociotechniques (Callon et al, 2000 ; Muniesa et Callon, 2009) afin de répondre à la demande sociétale de durabilité.

La notion de responsabilité sociale et environnementale (RSE) traduit la réponse du monde des affaires face à l'exigence d'agir selon les principes du DD et de se montrer responsable (Gabriel et Gabriel, 2004). L'investissement socialement responsable (ISR) est une extension de la RSE pour l'industrie financière. L'ISR fait partie des innovations dont la valeur ajoutée économique réside alors dans le fait que les investisseurs sont prêts à payer un prix plus élevé pour un produit financier « durable » qui leur permettra de se sentir et se montrer « responsable » et solidaire d'un avenir meilleur pour notre planète. En tant que convention partagée au sein du monde économique, la notion de "responsabilité" (Jonas, 1990 ; Ingham, 2011) renvoie aux différentes modalités de définitions/objectivations et de légitimation de la « valeur responsable ».

6.3.1. La convention de responsabilité : impossible « objectivité » et nécessité d'une validation sociale de la « valeur responsable »

Dans une perspective conventionnaliste, la formalisation de la RSE dans le monde des affaires fait référence à la construction d'un modèle d'évaluation partagé basé sur un ensemble de règles de comportement et destiné à réguler la coordination entre différentes parties prenantes (Gabriel et Gabriel, 2004). Plus concrètement, le recours au concept de DD sous forme de la RSE fut une réponse à l'essor de la contestation de certaines activités de grandes firmes de la part de la société civile (Ibid). Ceci était rendu possible grâce au phénomène de globalisation et d'interconnexion via les médias Internet, impliquant de nouveaux groupes d'acteurs précédemment extérieurs au marché et difficiles à identifier. En raison de l'absence d'un contrepouvoir institutionnel à l'échelle transnationale, les grandes entreprises multinationales cotées en Bourse ont été amenées à trouver une forme alternative de coordination ou de compromis entre leurs activités marchandes et industrielles et le milieu social dans lequel ces activités prennent forme (Ibid).

Sous pression de l'opinion publique et des actionnaires « responsables », le concept du DD, suffisamment modulable, a trouvé une forme objectivée dans le monde des affaires par la

mise en place d'un dispositif conventionnel servant à réconcilier deux logiques en conflit : la logique industrielle/marchande et la logique civique (Gabriel et Gabriel, 2004). La montée en généralité d'un tel « modèle économique durable » implique de réussir une épreuve de légitimité, à savoir la validation par la société civile de l'intégration des principes et des pratiques du DD par les grandes entreprises. Depuis la fin des années 90, la bonne foi des acteurs économiques et leur désir d'agir selon les préceptes du DD sont transmis à de multiples parties prenantes au moyen de rapports de DD (ou *reporting*) mettant en exergue l'engagement de l'entreprise sur la voie de la responsabilité sociale et environnementale.

Cette convention de responsabilité fondée sur le compromis entre les besoins du monde des affaires et les revendications de la société civile a donc donné lieu à une forme particulière de RSE pratiquée par les grandes entreprises cotées et destinée à valider la valeur « durable » de nature purement financière. En effet, au moyen des rapports de DD, les grandes entreprises cherchent à construire une convention de qualité qui justifierait leurs activités en les qualifiant de responsables (Lamarche, 2009). La particularité de cette qualification réside dans son caractère auto-déclaratif, unilatéral, volontaire et juridiquement non opposable, ce qui signifie qu'elle n'est pas soumise à des examens ou audits externes³⁴ susceptibles de l'invalidier. Par conséquent, initialement créée en réponse à une critique sociale, cette forme de RSE relève d'un processus de construction d'information où l'information négative produite par l'entreprise sur ses propres activités n'existe tout simplement pas (Ibid). Des dénonciations ponctuelles de dysfonctionnements pointés par des acteurs externes, tels qu'ONGs, sont réintégrées dans des rapports de DD sous formes de mesures adoptées et d'engagement à agir dans le futur. Le caractère partiel du compromis entre l'économie et le social a été mis en lumière par des audits externes au sein de deux grandes entreprises en France, en révélant une déconnexion entre la réalité de la production et du travail en général et les engagements déclaratifs figurant dans les rapports de DD (Bodet et Lamarche, 2012).

Par ailleurs, afin de définir la nature de l'activité éthique au cœur des démarches de RSE, Postel et Rousseau (2008) ont mobilisé l'approche des parties prenantes selon le type de rationalité pratiqué. L'hypothèse avancée par ces auteurs stipule qu'une véritable discussion éthique entre acteurs impliqués dans la mise en pratique de la RSE devrait nécessairement être guidée par la rationalité de type communicationnel³⁵, plutôt que par des objectifs d'ordre

³⁴ Ces audits ont été menés dans le cadre d'une étude de cas en collaboration avec des intervenants en entreprises (sociologues du travail) (Bodet et Lamarche, 2012).

³⁵ La **rationalité communicationnelle** se caractérise par l'abandon de toute visée instrumentale et par la recherche de la compréhension et de l'accord avec l'autre. « *Elle seule est garante d'une authentique communication (non biaisée)* » (Postel et Rousseau, 2008 :140).

stratégiques³⁶. L'élaboration d'une forme communicationnelle de rationalité est d'ailleurs soumise à trois conditions indispensables : (1) diversité des parties prenantes, (2) discussion entre partenaires égaux, et (3) temporalité longue, nécessaire pour élaborer des règles d'action commune pour des objectifs à long terme.

La RSE n'émergeant pas spontanément, mais en réponse à la critique qui pourrait menacer la rentabilité des entreprises, ces dernières s'efforcent avant tout de « stabiliser leur environnement marchand en démarchant partiellement leurs relations avec les parties prenantes en les fidélisant autour des valeurs » (Postel et Rousseau, 2008 :147). Les principales relations à fidéliser se concentrent autour de trois marchés : approvisionnement en matières premières, consommateurs finaux et approvisionnement en capitaux (actionnaires). En s'engageant dans la démarche de RSE, les entreprises cherchent à rassurer ces principales parties prenantes en les rassemblant autour des valeurs de DD, principalement au moyen des outils de communication tels que les reportings (Lamarche, 2009).

En décryptant le caractère conventionnel de la RSE, les travaux du courant conventionnaliste ont mis en évidence les dynamiques de la construction d'un compromis entre le monde des entreprises, le monde de la finance et le monde de la société civile, nécessaire à la survie de la firme dans un marché globalisé (Gabriel et Gabriel, 2004 ; Lamarche, 2009 ; Postel et Rousseau, 2008). Or, d'un point de vue des conditions nécessaires à l'établissement d'une vraie discussion éthique entre les parties prenantes, ce compromis se révèle être partiel à cause du lien rompu entre les déclarations managériales et la réalité du travail productif. Plus encore, d'un point de vue de l'approche territoriale, ce compromis se retrouve vidé de sa substance en raison de la coupure construite avec le contexte territorial des activités réelles de l'entreprise.

Dans la suite de cet article, il sera montré comment l'industrie financière a construit une convention de responsabilité particulière, et ceci en rupture avec le contexte territorial. La justification de la « valeur financière durable » se trouve au centre de la fabrication de produits d'investissement « durables » ou ISR. Dans son approche de l'évaluation de la durabilité, l'industrie financière a donc remplacé le lien au territoire par un dispositif sociotechnique de validation d'informations déclaratives issues du reporting de RSE des grandes firmes.

³⁶ La **rationalité stratégique** mobilise le langage dans une finalité stratégique c'est-à-dire pour manipuler l'interlocuteur de manière à le faire exécuter certains actes qui nous paraissent souhaitables de notre point de vue (Ibid).

6.3.2. Approche pragmatique de la finance « durable » par les fonds de placement ISR

Dans cet article, la finance « durable » ou l'ISR, est entendue comme « *une pratique financière qui consiste à investir non pas uniquement sur la base de critères financiers (rendement / risque), mais en intégrant dans son choix des préoccupations sociales, éthiques ou environnementales* » (Cappelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière, 2006:70). Sur le plan méthodologique, notre démarche s'appuie sur une approche concrète et pragmatique du DD dite « *Actually existing sustainabilities* » (Krueger and Agyeman, 2005; Krueger and Gibbs, 2007; Theurillat and Crevoisier, 2012), c'est-à-dire sur les dispositifs concrets, développés par les acteurs qui se réclament de la durabilité.

En l'occurrence, les pratiques des acteurs financiers ont pu être examinées dans le cadre de quatre projets de recherche menés ces dix dernières années³⁷. Tout d'abord, différents angles d'approche ont été utilisés pour comprendre le fonctionnement de l'industrie financière contemporaine et ses impacts sur le développement régional et urbain. Ces recherches nous ont permis de développer une approche territoriale de la finance (Corpataux et al., 2009; Theurillat, 2011; Theurillat et Crevoisier, 2011). Ensuite, la compréhension et l'explication de la construction de la « valeur financière durable » ont été réalisées à partir d'études de cas centrées sur l'industrie des fonds ISR en Suisse occidentale. La « fabrication » de ces produits financiers spécifiques a été examinée sous l'angle de la question suivante : en quoi telle pratique ou tel dispositif sociotechnique renforce, ou au contraire affaiblit la « valeur durable » de ces produits financiers vis-à-vis des investisseurs et de la société ?

Différentes sources d'information ont été mobilisées: entretiens avec des acteurs du secteur, participation à divers forums et tables rondes autour de la finance durable, étude de la documentation spécialisée (études publiées par Novethic, Eurosif, ORSE, Sustainable Finance Geneva, etc.) et analyse du discours porté par des parties prenantes du côté de l'offre et de la demande. Au total, trente-sept entretiens semi-directifs ont été réalisés avec des responsables des agences de notation extra-financière, des gestionnaires de fonds ISR des grandes banques, des conseillers en investissement responsable et des directeurs de caisses de pension publiques et privées. Les données recueillies ont été analysées et recoupées selon une démarche réflexive de triangulation (Denzin, 1978) suivant la question de recherche et les objectifs.

³⁷ (1) Reconfiguration du système financier suisse : quelles articulations avec l'économie réelle et les régions ? (2011-2014); (2) Dynamique territoriales de l'innovation financière : le cas de la finance durable à Genève (2011-2012) ; (3) Privatisation du financement et la durabilité des infrastructures urbaines en Suisse (2007-2010) ; (4) Impact des caisses de pension suisses dans le financement et le contrôle de l'économie suisse (2004-2006).

6.4. FONDS ISR : CONSTRUCTION ET VALIDATION DE LA « VALEUR FINANCIÈRE DURABLE »

Cette partie décrit le processus de fabrication de produits d'investissement durables ou ISR. Les dispositifs techniques servant à construire la valeur « durable » de ces fonds, à savoir la constitution de l'univers d'investissement « durable » et des critères de durabilité sous-jacents, sont tout d'abord présentés. Ensuite, différents dispositifs sociaux visant à leur adjoindre une légitimité sociale sont mis en évidence (Fig.8).

6.4.1. Fonds ISR : constitution de l'univers d'investissement et des critères objectifs de durabilité

La composition des fonds ISR relève des stratégies de sélection d'entreprises, généralement cotées, selon différentes méthodes d'évaluation de leur performance financière et extra-financière, c'est-à-dire, le comportement de l'entreprise vis-à-vis de son environnement économique, social et environnemental (ORSE, 2012). Selon Eurosif³⁸ (2014), on peut distinguer différentes approches ou « processus » de constitution de fonds ISR : exclusion³⁹, sélection « *best-in-class* », intégration des facteurs ESG⁴⁰ dans l'analyse financière, activisme actionnarial et investissement par thématiques⁴¹. Les méthodes de sélections mentionnées s'appuient sur deux stratégies principales : le « *core ISR* » et le « *broad ISR* » (Fig.5). La première catégorie regroupe les approches les plus développées et sélectives alors que la seconde désigne des pratiques plus larges et moins restrictives. Le choix parmi ces deux catégories varie fortement d'un pays à l'autre. Ainsi, en Europe : l'Autriche, l'Allemagne, la Suisse et la Norvège pratiquent de manière presque exclusive le *Core ISR*, tandis que l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et la Belgique utilisent des approches assimilables au *Broad ISR* (Eurosif, 2011).

Par ailleurs, l'*approche indicielle* est souvent appliquée lors de la composition de fonds ISR selon différentes thématiques (ex. *cleantech*) et différents espaces géographiques (Fig.6). En parallèle avec des indices de référence traditionnels⁴², un certain nombre d'indices ISR ont été récemment développés et servent de valeurs de référence. Les agences de notation extra-financière analysent principalement des grandes sociétés (« *blues chips* ») tout en couvrant un univers d'entreprises suffisamment large pour appliquer des indices ISR

³⁸ Eurosif est une association pan-européenne à but non lucratif dont la mission consiste à promouvoir l'investissement socialement responsable sur les marchés financiers européens (<http://www.eurosif.org/>).

³⁹ L'exclusion ou *negative screening* reste toujours la pratique la plus répandue et continue de progresser rapidement (Eurosif, 2014).

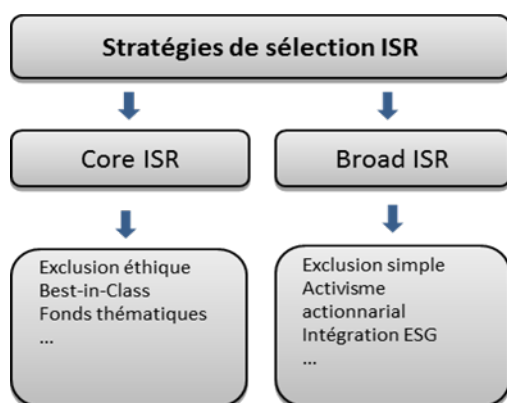
⁴⁰ Facteurs ESG - environnementaux, sociaux et de gouvernance.

⁴¹ La stratégie de sélection par thématique fait essentiellement référence au secteur des énergies renouvelables ou des ressources naturelles.

⁴² Parmi les indices les plus utilisés figurent *Dow Jones Industrial Average*, *S&P 500* (USA), *CAC 40* (France) ou *SMI* (Swiss Market Index).

pertinents (Alberola and Giamporcaro-Saunière, 2006). Environ 160 indices ISR, majoritairement des indices d'actions, ont été recensés dans le monde en 2013 (Novethic, 2014). On y trouve notamment des indices globaux de sociétés considérées comme durables tel que le *Dow Jones Sustainability Index* de la bourse américaine, le *Domini 400 Social Index* (dérivé du *S&P 500*) ou l'indice *Aspi Eurozone* de l'agence française de notation Vigéo.

Figure 5. Deux stratégies de constitution de fonds ISR



Source : figure adaptée de Araujo (2015)

Figure 6. Principales familles d'indices ISR dans le monde

FAMILLE D'INDICES	CRÉATION	ANALYSE ESG	MÉTHODOLOGIE	EXCLUSIONS
Dow Jones Sustainability Indices	1999	RobecoSAM	Best-in-Class	
FTSE4Good Index Series	2001	Eiris	Analyse spécifique	Armement, nucléaire, tabac
MSCI ESG Indices	2010	MSCI	Best-in-Class	Alcool, armement, armes à feu, nucléaire, jeux de hasard, OGM, pornographie, tabac
STOXX Global ESG Leaders Indices	2011	Sustainalitics	Best-in-Class	Entreprises ne respectant pas les principes du Global Compact*
Indices Euronext Vigéo	2013	Vigéo	Best-in-Class	Entreprises controversées

* Il s'agit de dix principes du Pacte mondial des Nations Unies tirés de diverses déclarations au sujet des droits de l'homme, du travail décent, de l'environnement et le développement et de la corruption (<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>).

Source : adapté de Novethic (2014)

6.4.2. Adjonction de dispositifs techno-scientifiques visant à valider la valeur «durable /responsable »

La phase d'évaluation de la durabilité des entreprises occupe une place centrale dans le processus de sélection de titres qui vont constituer un futur fonds ISR. Le compromis conventionnel et partiel établis entre les acteurs financiers, les managers et les investisseurs/actionnaires « responsables » est soumis à l'épreuve de légitimité. En l'absence de dialogue égalitaire impliquant toutes les parties prenantes sur une longue durée (Postel et Rousseau, 2008), les acteurs financiers légitiment la valeur « durable » de leurs produits au moyen des preuves de « scientificité » de leur approche de l'évaluation des entreprises. Plus précisément, les acteurs-évaluateurs, à savoir les agences de notation extra-financière et les experts en durabilité au sein des banques qui commercialisent des fonds durables, présentent à leurs clients de nouvelles méthodes « scientifiques » d'évaluation, notamment en multipliant les critères d'analyse de façon à concilier la durabilité et la performance financière.

Certaines agences de notation gèrent ainsi plus de 200 critères de durabilité. L'identification de ces critères, ainsi que leur organisation, leur hiérarchisation et leur pondération sont souvent justifiées par le recours à différentes études, notamment économétriques, qui cherchent à identifier de manière pragmatique des relations entre des caractéristiques qualifiant la durabilité des entreprises et leur rentabilité à plus ou moins long terme.

6.4.3. Adjonction de dispositifs de validation sociale de la valeur « responsable »

Toutefois, la multiplication et la sophistication de ces dispositifs techniques d'évaluation extra-financière ne parviennent bien entendu pas à combler la partialité du compromis établi. C'est pourquoi une nécessaire validation sociale de produits financiers « durables » se performe au moyen de différents dispositifs sociotechniques.

A l'interne des banques sont créées des sections d'évaluation durable qui travaillent en étroite collaboration avec les sections d'analyse des risques et des opportunités purement financières. Cette activité d'évaluation repose sur un double processus : la constitution de bases de données à partir de la collecte d'informations et le traitement de ces informations à travers une batterie de critères qui aboutit à l'élaboration d'une information synthétique appropriable par les investisseurs (Alberola et Giamporcaro-Saunière, 2006).

Par ailleurs, les banques et les sociétés de gestion mandatent des agences de notation extra-financière qui sont chargées de sélectionner un panier d'entreprises cotées en fonction

de la contrainte de rentabilité définie au préalable avec les investisseurs finaux⁴³. Le plus souvent, le mandataire a la possibilité de choisir librement les critères de durabilité selon lesquels les analystes extra-financiers vont sélectionner les entreprises (Alberola et Giamporcaro-Saunière, 2006; Mortier, 2013).

Aujourd'hui, on constate une grande diversité d'approches et de méthodes d'analyse extra-financière (ORSE, 2012). Les agences ont développé différents modèles d'évaluation avec des indicateurs très nombreux. Elles élaborent des bases de données et des matrices d'analyse capables de prendre en compte des centaines de critères et des milliers d'entreprises (Mortier, 2013). Elles proposent des approches sur-mesure avec des critères à choix. Cette flexibilité leur procure des avantages concurrentiels en permettant une meilleure adaptation aux diverses demandes spécifiques de leurs clients (ORSE, 2012).

En tant que secteur économique particulier, le marché de la notation « durable » a suivi plusieurs étapes dans son évolution parallèlement à l'expansion du système financier. Alors que la première génération d'agences de notation extra-financière s'est développée en dehors du milieu financier dans les années 1990⁴⁴, la deuxième génération a été récupérée par le secteur financier dès le début des années 2000 (Mortier, 2013). La décennie 2010 a été marquée par la concentration du secteur, ainsi que par l'essor généralisé de la RSE et du *reporting* durable. Les grandes firmes multinationales ont vite compris l'intérêt de la notation « durable » en y voyant la possibilité d'améliorer leur image. De plus en plus financiarisées, les grandes agences de notation sont devenues elles-mêmes des entreprises cotées avec un actionnariat représenté par divers acteurs de la finance⁴⁵. A la fin des années 2000, émerge la troisième génération de ces agences, acteurs financiers à part entière, notamment suite au rapprochement entre des organismes d'analyse financière et extra-financière et de leurs méthodologies d'évaluation (ORSE, 2012). Portée initialement par diverses parties prenantes, ONG, syndicats et agences de notation durable, l'analyse ISR intègre pleinement le milieu financier dominant (Benchemam et Chambost, 2010). A l'instar des sociétés de courtage qui ont internalisé l'analyse ISR en tant que « service » supplémentaire pour élargir leur clientèle (Benchemam et Chambost, 2010), des géants américains des services financiers⁴⁶ ont également investi ce domaine, en créant des filiales

⁴³ Par exemple, une banque peut imposer une contrainte de fournir un panier d'entreprises de façon à ce que dans chaque secteur il y ait au minimum 50% de la capitalisation boursière du secteur (Entretien avec le directeur d'une agence de notation extra-financière).

⁴⁴ Ces petites agences militantes à l'image des ONG étaient d'inspiration religieuse et humaine. Leurs analyses éthiques étaient destinées prioritairement à des fonds de pension religieux.

⁴⁵ Parmi les actionnaires d'une grande agence internationale Vigeo, on trouve des grandes entreprises comme McDonald ; des investisseurs comme Amundi, BNP Paribas, Société générale, etc., ainsi que des syndicats (Mortier, 2013).

⁴⁶ Thomson Reuters, Morgan Stanley Capital International (MSCI), Bloomberg ou encore les trois géants de la notation financière : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings (ORSE, 2012).

spécialisées dans le recueil et l'analyse de données extra-financières ou en rachetant des sociétés d'analyse durable existantes (Louche et Hebb, 2014; Mortier, 2013; ORSE, 2012). Actuellement, suite à l'effet de concentration, il ne resterait plus qu'une trentaine d'agences de notation « durable » dans le monde qui analysent entre 2000 et 3000 entreprises cotées à l'échelle mondiale (Mortier, 2013; ORSE, 2012).

De ce fait, l'extension à l'international représente aujourd'hui une condition essentielle pour la survie des agences qui se sont développées localement et qui dominent souvent leurs marchés nationaux (Alberola and Giamporcaro-Saunière, 2006). Le statut d'agence internationale étant perçu comme un facteur incontournable de légitimité, la principale agence romande de notation durable s'est fixé comme objectif de devenir acteur international en pénétrant le marché européen, car selon son directeur « *si on est perçu comme acteur uniquement local, on perd en réputation*⁴⁷ ».

6.4.4. S'adjoindre des tiers légitimant

De nature conventionnelle, la validation de la « valeur financière durable » des fonds ISR par le monde civique implique l'élargissement du milieu « valuateur » (Livi et al., 2015) à des parties prenantes externes au milieu de la finance. Dans une visée de légitimation communicationnelle, les tiers légitimant chargés de la validation de la grandeur « responsable » des produits financiers, proviennent principalement du monde des médias et des leaders d'opinion. L'objectif étant de valider la légitimité du dispositif d'évaluation en général et non la responsabilité de telle ou telle entreprise, la validation par les acteurs territoriaux impliqués directement ou indirectement dans les activités des entreprises n'est pas considérée dans le cadre de l'épreuve de légitimité en vigueur.

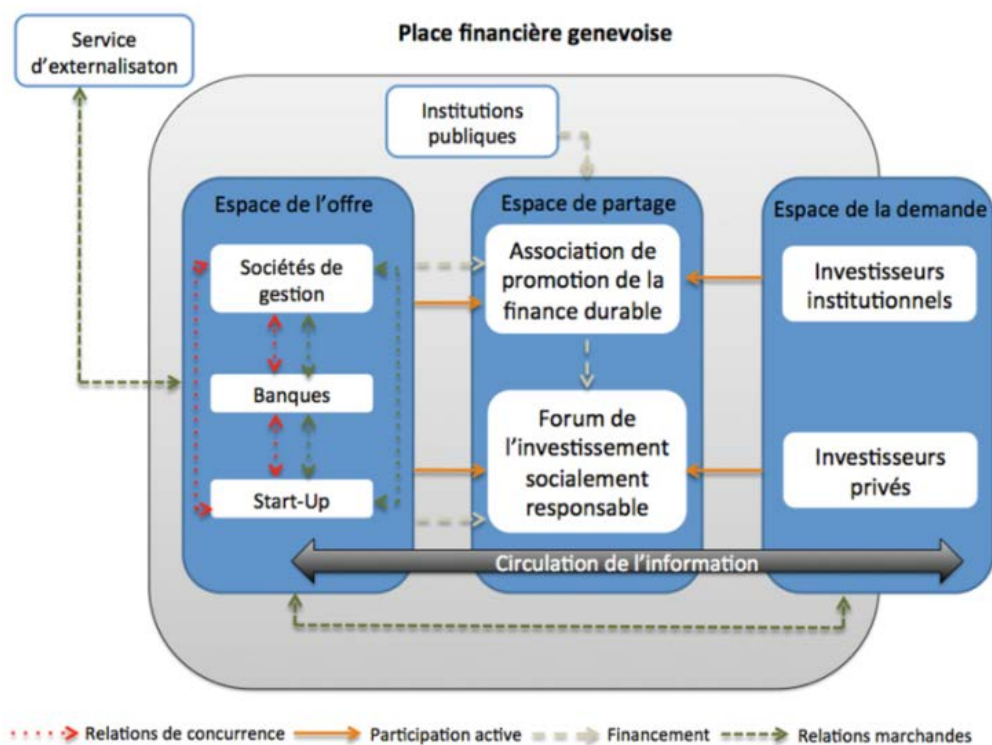
En participant à diverses manifestations autour de la finance « durable », ces acteurs tiers légitimant, tels que certaines ONG, certains médias, chercheurs universitaires ou représentants de milieux économiques et politiques (ex. partis écologiques) permettent, de par leur expertise ou leur position dans la société, de légitimer le « sérieux » de ce dispositif financier de prise en compte des questions environnementales et sociétales. Par ailleurs, diverses organisations actives dans le domaine de la finance « durable »⁴⁸ publient des rapports annuels qui rendent compte de la progression de l'ISR au sein du secteur financier global en mettant en avant l'expansion des approches ISR, ainsi que la croissance des montants d'actifs « durables » sous gestion.

⁴⁷ Entretien avec le directeur d'une agence de notation durable située en Suisse romande.

⁴⁸ Par exemple, Eurosif, US SIF (*Forum for Sustainable and Responsible Investment*) ou SFG (*Sustainable Finance Geneva*).

En Suisse, le milieu de la finance durable est largement concentré sur la ville de Genève où il est représenté par l'association *Sustainable Finance Geneva* qui joue un rôle clé dans la coordination des relations entre les acteurs financiers d'un côté, et les investisseurs/actionnaires « responsables » et le reste de la société, de l'autre côté. Créée dans l'objectif de promouvoir la place financière genevoise comme un lieu d'excellence en matière de finance « durable », cette association organise de nombreux événements publics, tels que forums, conférences, tables rondes, etc. Selon Araujo (2015), trois espaces structurent les relations entre acteurs au sein du milieu de la finance « durable » : espaces de l'offre, de partage et de la demande (Fig. 7). Tandis que l'espace de l'offre est constitué de l'ensemble des acteurs qui œuvrent pour la construction de produits financiers durables, l'espace de partage, articulé autour d'un forum annuel sur l'ISR⁴⁹ permet de présenter, de promouvoir et de légitimer ces produits auprès des investisseurs, principalement les HNWI⁵⁰ et les caisses de pension locales.

Figure 7. Relations au sein du milieu de la finance durable



Source : Araujo (2015)

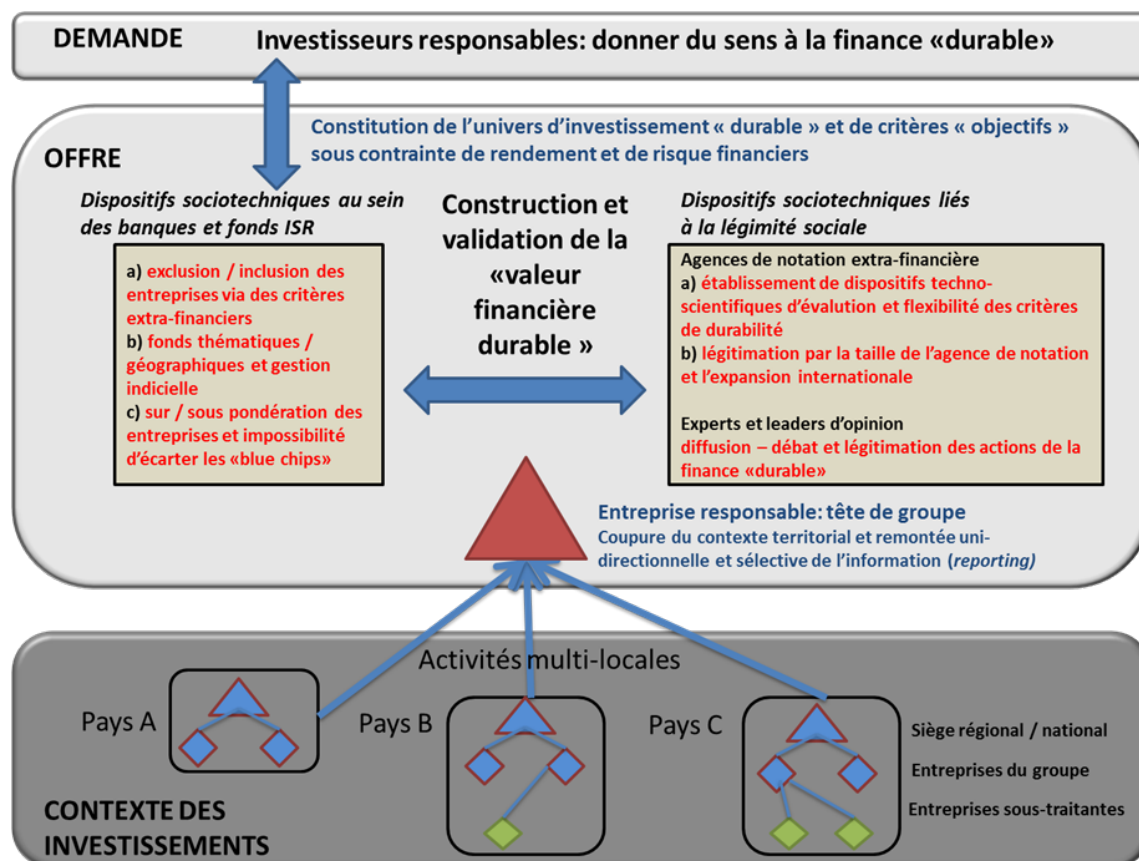
⁴⁹ Geneva Forum for Sustainable Investment a été créé en 2008 et est organisé annuellement par l'association *Sustainable Finance Geneva* (<http://www.sfgeneva.org/>).

⁵⁰ High Net Worth Individuals (fr: Personnes très fortunées)

6.5. COUPURE AU CONTEXTE TERRITORIAL ET PROBLÈMES DE VALIDATION DE LA « VALEUR FINANCIÈRE DURABLE »

Dans cette troisième partie nous avons identifié quelques problèmes de validation de la « valeur financière durable » engendrés, selon l'hypothèse principale de cet article, par la coupure entre l'investisseur/actionnaire « responsable » et le contexte réel dans lequel agissent les entreprises (Fig.8).

Figure 8. La construction de la valeur « durable » par l'industrie financière



Source : élaboration propre

6.5.1. Coupure au contexte et impossibilité d'interpréter les informations et les critères

L'industrie financière, telle qu'elle s'est développée sur la base de la théorie du portefeuille (Markowitz, 1959) au cours de ces vingt-cinq dernières années, repose sur l'idée que l'investisseur/actionnaire ne doit se préoccuper que du rendement et du risque financiers de ses investissements. Il ne devrait pas, et souvent ne peut pas se soucier de la manière dont les entreprises parviennent à remplir ces objectifs, ni de l'impact des activités de ses dernières sur le contexte réel dans lequel elles opèrent.

Tout d'abord, cette approche de décontextualisation intervient au niveau des temporalités. Si la finance « durable » se caractérise par une promesse orientée vers le futur, les transactions financières s'opèrent au présent et en continu. Concrètement, la gestion financière de fonds ISR serait alors peu compatible avec les horizons de long terme du DD. Dans les faits, peu d'investisseurs acceptent une sous-performance de leurs placements et se disent prêts à sacrifier la rentabilité du fait de la prise en compte des objectifs de DD à long terme (Arjaliès, 2010). Bien que les acteurs de la finance « durable » partagent une profonde foi que ce type d'investissement est payant à long terme, comment un gestionnaire de fonds ISR pourrait-il justifier la présence d'une entreprise très bien notée en termes de durabilité, si cette dernière ne cesse d'avoir des contre-performances pendant des mois ? (Ibid.)

Deuxièmement, la coupure au contexte intervient aussi au niveau de la substance de la valeur financière « durable », laquelle, pour être effective, doit être perçue et comprise par l'investisseur, institutionnel ou privé. C'est à lui qu'il appartient d'interpréter les données fournies sur les fonds ISR et, s'il le souhaite, de tracer son investissement jusqu'aux activités réelles de l'entreprise pour savoir si, comment et jusqu'à quel niveau son engagement d'investisseur/actionnaire « responsable » est traduit dans les faits.

En réalité, mis à part le dispositif de validation de la durabilité par les analystes extra-financiers, les gestionnaires de fonds appliquent la méthode de gestion traditionnelle qui consiste à suivre l'évolution des indices de référence de marché et à agir en conséquence, c'est-à-dire désinvestir les entreprises qui sous-performent. Un fonds « durable » étant composé de plusieurs dizaines, voire centaines d'entreprises, selon les principes de diversification, il en résulte une impossibilité de se renseigner sur chaque situation particulière. Poussés à investir dans des pays aussi diversifiés que possible, les gestionnaires de fonds ISR multiplient des contextes nationaux et régionaux en augmentant les distances géographiques et culturelles, ce qui rend les interprétations encore plus hasardeuses.

6.5.2. Les « *blue chips* » profitent de la gestion indicielle instituée

Il est ressorti de notre enquête que l'application de diverses méthodes de sélection d'entreprises « durables » n'empêchait guère l'inclusion de « *blue chips* » ou de grandes firmes multinationales, pourtant sujettes à une critique sociale grandissante suite à de nombreuses dénonciations d'actions allant à l'encontre des objectifs de DD.

Comme il a été mentionné plus haut, les investisseurs institutionnels représentent la clientèle privilégiée sur le marché de la finance « durable ». Or, les tensions entre l'exigence de rentabilité financière et l'appel à la responsabilité sociale et environnementale auxquelles

font face la majorité des caisses de pension publiques et privées, expliquent en partie le fait que, ces dernières, ont de plus en plus tendance à remplir leurs portefeuilles d'actions de « blues chips » (en Suisse : Nestlé, Novartis, Roche, UBS,...)⁵¹. Une première explication à ce phénomène réside dans le modèle de gestion de fortune institutionnelle dominant qui repose sur la constitution de portefeuille à partir d'une stratégie indicielle (Rainelli-Le Montagner, 2003). Sous la pression du contrôle social et du risque de réputation, les responsables des caisses de pension veillent à ce que leurs résultats financiers ne dévient pas des principaux indices boursiers. Or, ces derniers sont principalement composés de grandes capitalisations ce qui implique la présence des mêmes titres dans un portefeuille « durable » ou « classique ». De par leur poids important en termes de valeur boursière, les grandes (et très grandes) entreprises ne peuvent donc être écartées des fonds « durables ». Par exemple, en Suisse, la société Ethos qui commercialise des fonds ISR pour les caisses de pension⁵² a exclu de son univers d'investissement une seule d'entreprise cotée jugée non conforme aux principes du DD, à savoir la société Syngenta, spécialisée dans les OGM⁵³ et les engrais chimiques.

Ce n'est donc pas surprenant que l'utilisation d'indices spécialement élaborés pour l'ISR, qui pourrait apparaître comme la réponse la plus simple pour appliquer une stratégie ESG⁵⁴ à une gestion indicielle, soit finalement peu répandue. Sur le marché français, seulement six fonds ISR, sur plus de 300, utilisent un indice ISR comme benchmark pour mesurer leurs performances financières. La grande majorité des gestionnaires de fonds ISR font recours à des benchmarks classiques (Novethic, 2014). Au niveau mondial, l'offre de véhicules d'investissement répliquant ces indices est également très restreinte⁵⁵. En présence d'une préférence générale pour les « *blue chips* » et faute de définition commune des critères de durabilité, ce sont des indices tels que le MSCI World, le S&P500 ou le CAC40 qui sont utilisés en tant que référence, étant donné que l'ensemble des acteurs de ce marché les considèrent comme représentatifs (Novethic, 2014).

6.5.3. Des agences de notation sous influence du milieu financier

Les agences de notation extra-financière occupent une place centrale dans le dispositif sociotechnique de validation de la « valeur financière durable » en collectant et analysant les informations et en élaborant des modèles de calcul et des matrices d'évaluation de durabilité

⁵¹ Entretiens avec plusieurs conseillers en placement pour les caisses de pension.

⁵² Ethos, Fondation suisse pour l'investissement responsable et l'actionnariat actif, regroupe actuellement 154 caisses de pension et propose, via la société Ethos services, plusieurs fonds de placement ISR (<http://www.ethosfund.ch/f/fondation-ethos/default.asp>).

⁵³ Organisme génétiquement modifié (OGM).

⁵⁴ Appliquer une stratégie ESG signifie inscrire les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la gestion.

⁵⁵ Le nombre de fonds de placement répliquant un indice ISR se limite à une vingtaine dans le monde en totalisant 1.2 milliards d'euros d'encours sous gestion, contre près de 2 170 milliards de dollars pour l'ensemble des fonds dans le monde (Novethic, 2014).

des entreprises. En raison de leur expérience et de leur position externe aux banques, on pourrait penser qu'elles exercent une fonction de contrôle social en tant que partie prenante indépendante.

Dans les faits, il apparaît que les relations marchandes entre les milieux financiers et les agences de notation remettent en question l'indépendance des analyses extra-financières, notamment en raison d'une forte concurrence entre agences au niveau mondial. Il est ressorti de nos entretiens que certaines de ces agences de notation seraient également mandatées par les grandes entreprises, sur le modèle des *Credit Rating Agencies*. Les analystes conseillent ainsi les entreprises en matière d'amélioration de leur note de durabilité en facilitant leur accès au marché de l'ISR. Sachant que l'essentiel des informations traitées par les agences de notation est livré par les entreprises elles-mêmes, les acteurs du marché disposent donc de la liberté de définir eux-mêmes le périmètre de leur responsabilité (Mortier, 2013; Pesqueux, 2011). Par manque d'étude approfondies sur le terrain et d'audits indépendants, les informations mobilisées sont donc de nature auto-déclarative et influencées par les stratégies de communication (Demaria, 2004).

En second lieu, il se trouve qu'à l'aube de la dernière génération d'agences de notation financiarisées, l'analyse extra-financière cherche clairement à s'inscrire dans « *un processus de conquête des attributs de reconnaissance de l'analyse financière classique, en termes de raisonnements financiers, de recherche d'une traduction financière risques-opportunités qui oriente le contenu de l'analyse, d'orientation vers une articulation de l'ISR à la valorisation des titres* » (Benchemam et Chambost, 2010:15). Actuellement, les grandes agences de notation, dont la plus grande est MSCI, analysent les questions sociales et environnementales comme purs facteurs de risque et d'opportunité financiers. Par exemple, elles considèrent les réglementations sociales comme un risque financier (risque opérationnel lié aux grèves du personnel, à l'augmentation du coût de travail)⁵⁶.

6.5.4. Des ONG essentiellement stigmatisantes et dont la voix s'essouffle

La validation sociale de la « valeur financière durable » ne peut résulter que du débat d'opinions partagées entre parties prenantes diversifiées et égalitaires (Postel et Rousseau, 2008). Ces opinions ne peuvent et ne doivent donc pas toujours être convergentes ce qui signifie qu'une entreprise, une activité ou encore un secteur peuvent être qualifiés de responsable/durable ou non. Lorsque ces acteurs sont dépendants, ou intéressés, c'est une logique de lobby et de pouvoir qui s'impose, généralement dénoncée comme telle. Il est donc nécessaire, dans ce débat, que des acteurs indépendants et critiques s'expriment

⁵⁶ Par exemple, quand Ryanair a fermé une partie des opérations françaises pour limiter le risque de grève, sa notation sociale a été améliorée.

aussi. La critique rend le débat possible, et seul ce dernier assure la validation sociale de la « valeur durable ».

Dans le cas des fonds ISR, c'est le rôle qu'assument certaines ONG critiques, voire militantes, ainsi que certains médias engagés⁵⁷, autrement dit les parties prenantes en dehors des relations marchandes. Généralement indépendants des milieux financiers, des ONG et des journalistes engagés cherchent à agir sur l'opinion publique via les médias en dénonçant des comportements « irresponsables » d'une société ou en amplifiant une controverse découverte sur le terrain. Ces critiques peuvent avoir des effets sur la notoriété et donc la viabilité économique des entreprises, en créant, par exemple, un buzz médiatique négatif susceptible de provoquer la fuite des investisseurs et, par conséquent, une chute de l'action. Récemment, une ONG suisse, la Déclaration de Berne⁵⁸ a mené une grande campagne revendiquant un encadrement juridique des activités des grandes entreprises d'extraction de matières premières et de négoce basées dans le pays. Bien que la régulation effective de ces activités se fasse attendre⁵⁹, cette ONG a réussi à lancer le débat médiatique et politique autour des matières premières, notamment grâce à la publication d'un ouvrage intitulé « *Swiss Trading SA – la Suisse, le négoce et la malédiction des matières premières* ».

Ces mécanismes, qui permettraient de valider socialement la durabilité, rencontrent toutefois des limites importantes. Premièrement, ces critiques nécessitent d'être étayées par des enquêtes solides. Or, étant donné qu'il n'existe que peu d'audits indépendants, ces investigations sont difficiles et coûteuses à mener. Elles doivent notamment surmonter les barrières érigées par les entreprises et la complexité des organisations internes des groupes multinationaux ainsi que des relations qu'ils entretiennent avec leurs partenaires et leurs sous-traitants⁶⁰. En deuxième lieu, il est nécessaire de récolter des informations là où se déroulent les faits incriminés. Ceci peut se révéler difficilement réalisable, notamment en raison de la diversité des législations en matière de protection de l'environnement, de conditions sociales, ainsi que de travail (salaire, sécurité, etc.).

6.5.5. Absence de « *hard law* » et l'impossible légitimation par l'État

Enfin, on constate que dans la construction de la « valeur financière durable », les États occupent une place marginale. Pourtant, dans les autres secteurs marqués par la question

⁵⁷ Par exemple, Mediapart en France.

⁵⁸ La Déclaration de Berne (DB) est une association suisse indépendante qui s'engage pour des relations justes et équitables entre la Suisse et les pays en développement (<https://www.ladb.ch/>).

⁵⁹ Les recommandations du Conseil Fédéral Suisse:

<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/30134.pdf>

⁶⁰ Pour l'instant, les multinationales ne sont pas responsables juridiquement de ce que font leurs filiales et sous-traitants à l'étranger.

de la durabilité (énergie, alimentation, transports, etc.), ils jouent un puissant rôle légitimant non seulement par l'édiction de législations visant à mettre en œuvre ces valeurs, mais aussi par des politiques actives (Voss et al. 2009). Pourquoi n'en va-t-il pas de même dans la finance ?

La libéralisation des activités financières induite par la vague néolibérale des années quatre-vingts a rendu les États largement impuissants face aux marchés financiers. C'est uniquement lors de crises importantes que certaines mesures peuvent être prises. Des réformes législatives ont été adoptées dans plusieurs pays afin d'améliorer la qualité et la transparence des informations communiquées par les entreprises (loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis) ou pour l'inclusion des aspects sociaux et environnementaux dans leurs rapports (Loi NRE 116 en France ; La Companies Act en Grande Bretagne). En Suisse, le *reporting* social et environnemental reste volontaire avec 67% des entreprises rendant publique cette information en 2007 (Ethos, 2007). Il résulte de cette difficulté à traduire les normes environnementales et sociales dans la législation que seules des opérations visant à mobiliser l'opinion publique au coup par coup sont possibles. Or, ces actions, en raison de leurs coûts financiers et organisationnels élevés ne s'inscrivent pas dans la durée. Elles ne peuvent donc pas agir de manière systématique comme un élément de validation, ou d'invalidation sociale de la « valeur financière durable ».

6.6. CONCLUSION

La constitution de fonds d'investissement socialement responsable (ISR) traduit la réponse de l'industrie financière face à la convention de responsabilité sous laquelle se décline l'appropriation du DD par le monde des grandes entreprises. Toutefois, la construction de la « valeur financière durable » se heurte à des limites considérables, dues à la coupure au territoire et à une remontée unidirectionnelle des informations d'une part, et d'autre part, à la prédominance de la logique financière conventionnelle dans sa conception et sa gestion. La durabilité de la FM repose sur le postulat d'une durabilité objectivée. Les activités des entreprises ne sont pas traitées dans leur individualité mais à travers des critères homogènes, ou considérés comme homogènes. Cette méthode repose sur l'idée de classe d'objets, qui renvoient à des projets dont les propriétés sont indépendantes des singularités.

Cette manière de faire s'avère problématique dans la mesure où il n'est plus possible, une fois l'abstraction réalisée, de retourner « sur le terrain » et de se faire une idée concrète et contextualisée de la durabilité associée à cet investissement. En effet, lorsque l'on détient, par exemple, une action d'une grande société cotée en bourse, on n'a aucune possibilité de « tracer » le cheminement de son investissement et de se faire une idée des activités, des effets de ces activités dans leur pays d'implantation (Huguenin, 2012). Il en va de même

pour les critères censés rendre compte de la durabilité. Une fois que telle entreprise aura été qualifiée de « responsable », ou de plus responsable que telle autre, il n'est pas possible de se rendre compte de ce que cela signifie concrètement dans son contexte. Il existe donc un nombre important de « filtres », à savoir de dispositifs sociotechniques qui permettent, par l'abstraction et la décontextualisation, une remontée et une synthèse de l'information, mais qui empêchent toute « redescente » sur le terrain.

Dans une perspective de sciences sociales, il s'agit avant tout de souligner que la grandeur de « responsable » ne peut pas être acquise en l'absence d'un processus de légitimation crédible, c'est-à-dire mené par des acteurs légitimes, incarnant ces valeurs, et débouchant tant sur des validations que sur des stigmatisations. Les effets de tel ou tel produit ou activité sur le futur de la planète ne peuvent en pratique jamais être démontrés car il n'existe pas de convention établie pour mesurer objectivement la durabilité (à l'exception notable des économies d'énergies). Toutefois, un entrepreneur ou une entreprise peuvent s'engager à faire quelque chose, et c'est cet engagement qui fera l'objet d'une (in)validation – et non les effets de son action sur le long terme.

Dès lors, comment peut s'effectuer le contrôle social qui caractérise la valeur de « responsable » ? Dans le cas d'autres industries, les produits ou les activités font l'objet d'évaluations médiatisées. Par exemple, les automobiles sont évaluées en fonction de différents critères par les associations de consommateurs, par des ONG porteuses des valeurs environnementales et sociales, etc. Ce sont ces débats qui vont déboucher sur des évaluations culturelles et de possibles valorisations économiques. Ainsi, les consommateurs qui achèteront, par exemple, des automobiles à moteur hybride seront légitimement considérés comme « responsables », puisque ces véhicules sont régulièrement bien classés de ce point de vue.

Pour les fonds de placement « durables » cependant, cette étape de validation par le débat médiatique ne se fait pas de manière satisfaisante en raison de cette impossibilité de redescendre sur le terrain et d'associer tel investissement à telle caractéristique de la responsabilité. Le contrôle social qui agit sur la légitimation de la composante responsable de l'investissement, est réalisé par des acteurs intéressés et directement liés aux milieux financiers. Bien entendu, occasionnellement, des ONG, des journalistes ou d'autres acteurs de la société civile présents sur le terrain dénoncent certaines pratiques de certaines entreprises et ces informations peuvent alors être intégrées dans ces évaluations. Cependant, pour l'essentiel, la responsabilité est évaluée de manière incestueuse entre l'industrie des fonds de placement et les entreprises cotées. On en veut pour preuve que, contrairement à d'autres industries qui font régulièrement l'objet d'évaluations, et par conséquent, de hiérarchisation, dans les médias, les fonds de placement « durables » ne

sont pour ainsi dire jamais stigmatisés. Dès lors, le doute peut s'instaurer : cette légitimation trop courte laisse la place à des dénonciations du secteur dans son ensemble et à l'idée d'exercice alibi, de *green washing*, etc. L'erreur de l'industrie financière est de croire qu'elle peut continuer à la fois de fonctionner de manière traditionnelle, sur la base d'une coupure au contexte, et être légitimement reconnue comme « responsable » tout en se soustrayant à la critique, ou en manipulant cette dernière.

A l'inverse, une finance véritablement durable suppose de ne pas nier la dimension territoriale. C'est seulement en fonction des acteurs et du contexte que la « valeur financière durable » prend sens : c'est le sens de l'investissement qui doit être mis au centre, sens qui ne peut émerger qu'en s'intéressant à ce qui se passe au-delà des cours boursiers, derrière les écrans des opérateurs financiers, derrière les rapports de gestion des groupes cotés, derrière les cascades de sous-traitants. Un investissement socialement responsable repose ici sur la connaissance que l'investisseur (ou l'intermédiaire) a de l'entreprise, du suivi qu'il a de cette dernière, du dialogue direct, voire interpersonnel, avec elle. C'est une conception qui réside dans l'idée que la confiance et la proximité vont encourager la création de sens, à partir de l'objet de l'investissement (entreprise, projet,...) et du contexte dans lequel il opère. Par exemple, un projet de microfinance fait beaucoup de sens au Pakistan, peu en Suisse. Il serait donc possible de se mettre d'accord conjointement sur des améliorations concrètes dans les pratiques de l'entreprise. Cette forme d'investissement responsable s'inscrit par conséquent dans le cadre d'une recherche d'une durabilité forte qui s'appréhende comme un tout, de façon multidimensionnelle, processuelle et subjective. Les diverses pratiques émergentes telles que « *l'impact finance* », le « *crowdfunding* » ou l'activisme actionnarial représentent autant d'initiatives qui mobilisent la dimension contextuelle. Elles reposent en effet sur un traçage concret qui permet d'identifier une entreprise, d'examiner ses activités et d'estimer leur impact. De cette façon, elles tranchent singulièrement avec l'approche traditionnelle de la FM et se rapprochent davantage d'une approche de durabilité forte.

7. EMERGENT MODELS OF FINANCIAL INTERMEDIATION FOR INNOVATIVE COMPANIES: FROM VENTURE CAPITAL TO CROWDINVESTING PLATFORMS IN SWITZERLAND

Article paru dans la revue *Venture Capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 18, 2016 – Issue 1, p. 21-41

Salomon V. (2016). "Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdinvesting platforms in Switzerland".

Abstract

The recent financial crisis has accelerated the changes with regard to the spatial organization of financial channels. In direct investments, the venture capital industry in Switzerland used to be connected to national and international financial markets. Today, these traditional direct investment players are in decline because their traditional business model is no longer suited to the current economic environment. Instead, a new business model for direct investment has recently emerged at the same time revitalizing this financial sector: crowdinvesting platforms exploit more intensively the possibilities opened by Information and Communication technologies and of specialized, but dispersed, expertise. This article highlights the strengths and weaknesses of both business models as well as their contrasted time and space ways to deal with uncertainty.

Keywords

Venture capital, start-up, crowdinvesting platform, private investors, financial intermediation, direct investment.

Acknowledgements

This research received financial support from the Swiss National Science Foundation (SNSF). The author is grateful to Olivier Crevoisier, the editors and two anonymous referees for their helpful suggestions.

7.1. INTRODUCTION

The present article explores the issue of financing innovative start-ups and expanding SMEs in Switzerland. In the financialised system of the past twenty years, this role has been fulfilled by venture capital or private equity funds. VC and PE funds raise capital from institutional investors (for instance, pension funds) and invest it directly in enterprises. A world leader in terms of innovation and competitiveness, Switzerland offers favourable framework conditions for the development of the ecosystem for innovative technology ventures.

Since the venture capital industry is currently in a declining phase everywhere, including in Switzerland, the results of our research suggest that the obstacles encountered by investment players in start-ups are structural in nature. Faced upstream with growing uncertainties as to their ability to raise new funds from institutional investors, VC companies are also experiencing great difficulties in identifying sound start-up projects to build a successful portfolio. With no room for failure lest losing investors' confidence, Swiss VC funds are abandoning the early stage start-up market in order to concentrate on the very competitive market of expanding companies that already have an existing product and market. In this article we suggest that the traditional VC model may be regarded as outdated and too restrictive in relation to today's growing number of start-ups. Taking this as our starting point, we question where and how these start-ups can find financing.

The past two years have seen the emergence of crowdfunding platforms, which today represent new ways of financing innovative projects. Based on a case study of a crowdfunding platform in Switzerland, the new platform business model is contrasted with the traditional VC business model. We will demonstrate that investment channels are evolving rapidly at the initiative of private rather than institutional investors, both in terms of risk management methods and of types of players and their rationale. We will also look at this from the point of view of the spatial and temporal organisation of the investment process.

After explaining research gap and our methodology (Section 7.2), we examine the evidence of the VC slowdown in Switzerland (Section 7.3). We then introduce the concept of intermediary platforms (Section 7.4) and contrast the temporal, spatial and procedural dimensions of a crowdfunding model with the traditional VC business model (Section 7.5). In Section 7.6, we present our findings regarding the reasons for the decline of VC in Switzerland. Finally, we explore key features of the hybrid investment model of the Investiere crowdfunding platform (Section 7.7) and discuss whether VC and crowdfunding are complementary or substitute for one another (Section 7.8).

7.2. RESEARCH QUESTIONS AND METHODOLOGY

Despite the rapidly-expanding research on many aspects of intermediary platforms, there is still much scope for studies in this field (Chemmanur and Fulghieri, 2014). In addition, far too little attention has been paid to the reasons for the decline in venture capital since 2008, notably from the institutional and geographical perspective. The aim of this study is therefore to understand the slowdown of the VC industry in the Swiss context and to explore to what extent the recently created crowdinvesting platforms represent a new, “updated” form of venture capital for early stage start-up financing. The current research is based on a case study of traditional VC industry and new crowdinvesting platform in Switzerland.

Our main research questions are formulated as follows:

- What factors explain the decline in VC in Switzerland despite the growing number of start-ups and the favourable framework conditions?
- To what extent do the new forms of financing young innovative ventures via crowdinvesting platforms bring into question the traditional VC model?

To answer these research questions and understand why the traditional VC business model has failed, we conducted ten interviews with a range of players active in the market for direct investment in early stage start-ups: management team members of three venture capital funds, two business angels clubs, two pension fund managers (LP⁶¹) and three founders of intermediary crowdinvesting platforms. Finally, we carried out a case study of the largest crowdinvesting platform in Switzerland, in order to compare its business model with the traditional venture capital model.

The questions addressed during the individual interviews aimed to highlight the shared and distinctive elements of traditional VC and crowdinvesting platform business models. By focusing on strategies for fundraising, deal sourcing and deal evaluation, we tried to understand how far the new business model offered by crowdinvesting platforms would bring alternative or complementary solutions to manage the problem of uncertainty during the selection and evaluation of innovative early stage projects.

⁶¹ Limited partners of VC funds.

7.3. VENTURE CAPITAL DECLINE: INVESTOR MISTRUST AND BUSINESS MODEL WEAKNESS

Over the previous decade the VC industry has underperformed and has been shrinking in terms of the amounts raised, the number of investment rounds⁶², as well as falling returns (Mason 2009; Harris et al. 2012; Chemmanur and Fulghieri, 2014). According to a recent study by Ernst&Young (2013), the global VC market suffers from unfavourable exit conditions reflected in a drop in the number of VC-backed IPOs and M&A. This trend affects all markets across all regions. In Europe, VC funds have shown less risk appetite by realigning their investment choices on later-stage companies and those already generating revenue (Ernst&Young, 2013). Furthermore, because of the poor performance of many VC funds during the last six years, they struggle to raise new funds, as institutional investors, disappointed by low returns, show a preference for the most successful larger funds with a perfect track record. This slowdown particularly affects traditional VC investments, while, at the same time, the share of corporate VC has significantly increased, exceeding 15% of all VC investments by the end of 2012⁶³ (Ernst&Young, 2013; Chemmanur and Fulghieri, 2014).

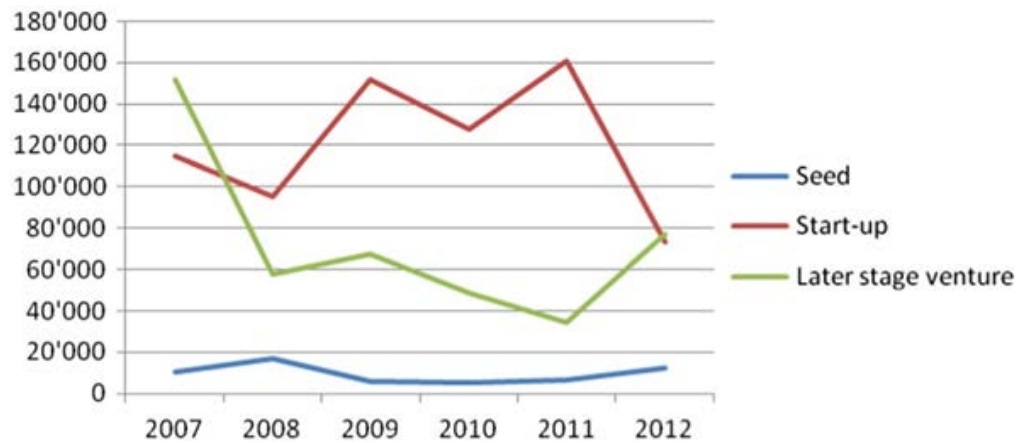
As argued by Mason (2009), these difficulties faced by global VC activities are not only the result of the financial crisis of 2008, but reflect longer-term issues, notably the bursting of the dot.com bubble in 2001. Due to the huge influx of investment capital, the VC industry has become too big and has failed to find enough high quality companies to provide the investors with the promised returns (Mason, 2009). As a consequence, many of institutional investors (limited partners) have sharply reduced their allocations into VC because of lower returns, higher risks and longer investment periods (Mason, 2009).

In Switzerland, the VC market has also entered into a phase of decline and is losing ground in the financing of innovation. In fact, Swiss VC companies are suffering from a lack of investment capital and struggle to raise new funds. According to the Swiss Commission for Technology and Innovation (CTI, 2011), the amount of VC invested in Switzerland has shown a significant decline of about 40% during the last five years. Thus, venture capital investments in early stage start-ups fell by more than 50% from €161 million in 2011 to €73 million in 2012 (Fig. 9). In contrast, “later stage” participations grew by more than 50% in 2012 reaching €77 million compared with €34 million in 2011 (SECA, 2013). While the number of early stage transactions is falling, investment periods are tending to become longer (7 years instead of 4-5) and the capital gain smaller. This situation may seem paradoxical, since Switzerland has a surplus of capital compared with a small number of VC companies (SECO, 2012).

⁶² Since 2006, global VC investments have declined by 20% and the number of VC investment rounds has fallen by 8% (Ernst & Young 2013, Turning the corner. Global VC insights and trends 2013).

⁶³ 15.2% of deals with corporate VC involvement (according to National VC Association statistics): http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=99&Itemid=317

Figure 9. VC investment Stage Focus (amounts in €thousands).

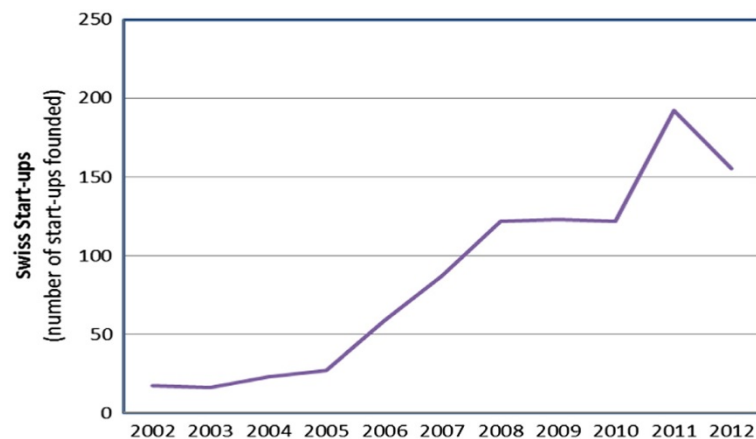


Source: *SECA Yearbook 2013*

Furthermore, according to some public and private economic circles in Switzerland, the Swiss market for direct investment in early stage start-ups shows great potential (SECO, 2012; SECA, 2013). For instance, the recent report of the 'Avenir Suisse'⁶⁴, which is concerned with the financing of innovation, suggests that Switzerland, as a world leader in innovation and competitiveness, provides a highly supportive environment for high-tech innovative start-up creation (Comtesse and Zinkl, 2013) (Fig. 10).

At the same time, the number of private investors wishing to invest directly in innovative unlisted start-ups has risen sharply in recent years (SECO, 2012). These new private investors are fairly heterogeneous in terms of experiences, profit expectations and investment approaches.

Figure 10. Swiss start-ups created and founded in 2002–2012.



Source: www.startup.ch

⁶⁴ Avenir Suisse – Think Tank for Economic and Social issues, <http://www.avenir-suisse.ch/en/about-us/>.

7.3.1. Funding gap and VC spatial dynamics

Despite the growing number of high quality innovative start-ups⁶⁵ (Fig. 10) and the significant increase in private investor demand, a funding gap has nevertheless been created at the bottom end of the VC market, in financing seed and early stage projects. In the literature studying entrepreneurial finance, the lower rate of VC activity in some countries than in others is usually explained by the absence of an exit market, insufficiently entrepreneurial ecosystems, unfavourable legal and corporate governance conditions, and political and economic country-related risk and cultural differences (Metrick and Yasuda, 2011). Economic geographers have put a spatial dynamics approach at the centre of their research into VC activities. For instance, Martin et al. (2002) argue that such a “gap of risk capital” may be viewed as a consequence of some particular geographies of venture capitalism. Spatial inequalities within VC allocations, between regions and countries, may thus be explained by the observation that despite some national differences, VC firms are disproportionately located in more dynamic and buoyant regions to the detriment of less prosperous areas (Martin et al. 2002). Further, they tend to be concentrated in identifiable clusters of high-technology firms and close to clusters of other VC firms.

In the case of Switzerland, spatial and market-related arguments do not seem to be enough to explain the VC slowdown. In addition to a politically and economically secure environment, Swiss VC firms can also benefit from geographical proximity to a high quality start-up ecosystem on the one hand, and major financial institutions and syndicate partners on the other. Instead, the existing funding gap could be due to the start-up development stage and the nature of the product innovation (SECO, 2012; SECA, 2013). VC firms have been reluctant to finance companies requiring smaller amounts of capital, especially those at the early stage of business development. As argued by Mason and Harrison (1991), such investments require as much, if not more, time to investigate and monitor than larger proposals and have a longer payback period of at least 5-7 years with a higher risk. Business angels (BA), or informal venture capitalists (Bonnet, 2012), who traditionally operate at this stage, are too few in Switzerland⁶⁶ to cover the increased early stage financing needs. In fact, such an equity gap likely occurs when VC deals tend to be too large, and business angels financing is underdeveloped (Mason and Harrison, 1991).

⁶⁵ The Figure 9 shows the growth of high-tech start-ups creation and founding in Switzerland. The data come from the platform ‘Swiss start-ups’ (www.startup.ch) which is devoted to innovative high-tech Swiss young ventures.

⁶⁶ Interviews with Swiss VC funds managers and Business Angels Suisse (BAS) club president.

7.3.2. What kind of innovation can attract investors' capital to Swiss start-ups?

In neo-Schumpeterian innovation theory, product innovation can be of two kinds: radical or incremental (Cooke et al. 2011). In Malerba (1992), incremental innovation is generated from firms' accumulated stock of knowledge and consists mostly of minor modifications and improvements to already existing products. This type of "marginal" innovation contrasts with "radical" or "disruptive" innovation, which entails the introduction of an entirely new type of technology or "technological revolution" (Fagerberg, 2005). Following the assumptions of Schumpeter (1934), scholars have emphasized the essential interplay between radical and incremental innovation over the course of the product cycle (Tushman and Nelson, 1990). Cooke et al. (2011) pointed to the inadequacy of a restrictive binary distinction between these two types of innovation. These scholars argued that long-wave radical innovation is continuously interspersed with epochal passages of incremental innovation or "normal science" (Ibid.).

Yet in the VC industry, breakthrough or "disruptive" innovation seems to be more attractive to capital inflows, especially those of big multinational companies (corporate venture capital) (Rice et al. 2000; Weber and Weber, 2007). In fact, as shown by Hellmann and Puri (2000), innovators, or firms that are first to introduce new products or services to the market, obtain VC funding earlier in the lifecycle than imitators do; these companies are also engaged in relatively new products and technologies, but are not the first movers in their markets. According to a recent Avenir Suisse report, the great majority of Swiss start-ups involve incremental rather than disruptive types of innovation (Comtesse and Zinkl, 2013). The report's authors explain the VC industry slowdown in Switzerland mostly by the lack of "disruptive" innovation, except in the field of life sciences (i.e. the pharmaceutical industry). Interestingly, the biggest Swiss VC funds operate mainly in this area.

In the light of this, we make the argument here that the problems of VC financing in Switzerland might be caused by the traditional VC business model, which has become inadequate for bringing together institutional investment and high-tech start-ups on the early stage of development. In contrast, we can observe today the emergence of new forms of intermediation between investment capital (mostly private) and innovative young ventures. In this paper, we suggest exploring this phenomenon by using the concept of crowdinvesting platforms, which was developed in the last two or three years. These new platforms play the role of intermediaries by bringing together the different stakeholders: private and professional investors, start-up creators and industry experts.

7.4. INTERMEDIARY PLATFORM CONCEPT

Our understanding of the intermediary platform concept builds on the growing research into platform economics and multi-sided markets (Evans, 2011, 2013; Simon, 2013). In today's economic environment, characterized by an explosive development of information and communication technologies, the platform model *"is becoming one of the most important business models of the new millennium"* (Simon, 2013: 23), in contrast to traditional models of organization.

So, wherein exactly does the "novelty" of this business model lie? Simon (2013) clarifies some of the key features that distinguish today's platforms from previous forms of business organization. Thus, new platform players are both business and consumer-oriented. Unlike traditional organizations which are fairly stable and based on a limited number of strategic partners, new platforms are dynamic, evolving and changing. They are also based on partnerships and communities which rapidly form, change and dissolve (Simon, 2013). Platforms are cooperation-based, mostly open source, bottom-up and less proprietary than traditional organizations (Ibid.).

Platforms play a central role in providing intermediation services (Bessy and Chauvin, 2013). By assessing and certifying products, people and organizations, intermediaries (private and public) contribute to building the trust that is essential to the achievement of the mercantile exchange (Vatin, 2013). Because of their role as matchmakers between different kinds of players, platforms represent "multi-faced" or "multi-sided" devices (Evans, 2013). As defined by Evans (2011) : *"a two-sided platform provides goods or services to two distinct groups of customers who need each other in some way and who rely on the platform to intermediate transactions between them"* (p.137). This combinatory learning model (Crevoisier and Jeannerat, 2009) has been at the heart of the rapid development of crowdsourcing or open innovation platforms since the early 2000s (Liotard, 2012). The value created on these platforms derives mainly from a variety of devices and services which facilitate access to information and manage relationships among multiple players from different economic sectors (Ibid.). Finally, by targeting the greater transparency of information, the platforms also seek to reduce uncertainty and to strengthen confidence between its users, for instance between private investors and entrepreneurs (Belleflamme et al., 2012).

7.5. CROWDINVESTING PLATFORMS VERSUS TRADITIONAL VC

Hitherto, the large body of literature on VC and entrepreneurial finance has demonstrated researchers' interest in analysing VC fund performance, valuation methods and decision-making criteria (Zacharakis and Shepherd, 2007; Teten and Farmer, 2010; Kollmann et al., 2011; Harris et al., 2012; Festel et al., 2013). However, too little research has attempted to compare the traditional VC business model (formal and informal) with new, unconventional forms of start-up financing, namely equity crowdfunding or crowdinvesting intermediary platforms. In this section we shall compare the decision-making logic and investment process adopted by VC firms and crowdinvesting platforms. The conceptual comparison below is based on a wide range of information sources: existing academic literature, public and private meetings and conferences, web-based content analysis, observation of crowdinvesting platform websites and face-to-face discussions with several platform founders.

The growing academic research exploring crowdinvesting platforms as an alternative early-stage start-up financing is still embryonic. In most papers we have reviewed, crowdinvesting is defined as a new, more start-up oriented form of crowdfunding (Klöhn and Hornuf, 2012; Hagedorn and Pinkwart, 2013; Harrison, 2013; Moritz and Block, 2013).

The phenomenon of crowdfunding appeared a few years ago and saw rapid growth around the world, as a result of the coming together of three fundamental forces: (1) the mobilization of supply and demand because of the economic crisis; (2) the progress in telecommunications and other technologies in the digital era; and (3) the absence of a specific defined regulatory framework (BBVA Research, 2015). It positioned itself as an alternative way to finance projects that experience difficulty in accessing funding capital through traditional finance channels (Harrison, 2013). In the literature, the concept of crowdfunding is commonly defined as a way of "raising money from general public, or the "crowd", via an intermediary platform that is typically web-based" (Tomczak and Brem, 2013: 285). Several scholars have argued that crowdfunding has evolved from the broader concept of crowdsourcing, meaning the outsourcing of a particular problem to the crowd of anonymous individuals by drawing on their knowledge and expertise (Belleflamme, Lambert et al. 2011; Hagedorn and Pinkwart, 2013). More precisely, the phenomenon of crowdfunding embodies the combination of two concepts: crowdsourcing and microfinance (Harrison, 2013). The latter refers to both financial and social intermediation by means of small loans for economically active but poor borrowers unable to access more conventional sources of financing (Ledgerwood, 1998).

In the recent literature, the funding model put into practice by crowdfunding platforms is often related to the VC investment approach. Hagedorn and Pinkwart (2013) consider the “equity model” of crowdfunding as the second generation of VC which takes advantage of the power of the crowd: *“Crowdfunding is a financing method for young ventures and other commercial projects that supports the acquisition of equity by coordinating the submission of different forms of shares to an undefined group of possible investors through social virtual communities”* (Hagedorn and Pinkwart, 2013: 17). As pointed out by Harrison (2013), crowdfunding or the “equity model” of crowdfunding represents the most recent of the distinct crowdfunding models (the others being donation, reward, pre-purchase and lending models). The crowdfunding model offers investors equity-based rewards, which means a stake or a share of the profit stream, a financial product or an interest in a managed investment scheme (Harrison, 2013). Crowdfunders are therefore rewarded by the return on the investment, as in traditional VC investment (Hagedorn and Pinkwart, 2013). Since 2007, crowdfunding has undergone massive growth, with an increase of 114% in Europe⁶⁷, mainly due to the proliferation of European platforms (Tomczak and Brem, 2013).

7.5.1. Investment and decision making process

In many research papers, crowdfunding is usually compared with traditional VC investment approaches from the perspective of investment process (stages) and start-up selection/assessment strategies (Kortleben and Vollmar, 2012; Hagedorn and Pinkwart, 2013) (Fig.11). As a general rule, VC firms conduct their investments in five stages (Tyebjee and Bruno, 1984): (1) deal generation, (2) screening, (3) evaluation, (4) structuring and (5) post investment activities. In the case of crowdfunding platforms, the investment process lasts longer, because of a two-step start-up selection/assessment process: first, by platform founders and, then, by a large community of crowd investors (Kortleben and Vollmar, 2012; Hagedorn and Pinkwart, 2013).

During the phase of selection and assessment of start-ups, VC firms undertake a thorough due diligence process, based on various decision-making criteria (entrepreneur, technology, product and market-related) (Festel and al., 2013). The due diligence is then completed by a standard financial ratio analysis (Metrick and Yasuda, 2011). Conversely, the due diligence carried out by the platform's managers is lighter and simplified. Indeed, every individual investor is required to perform its own assessment on the basis of the entrepreneur's business plan and video presentation of the start-up project. The crowd investor thus takes sole responsibility for the final decision to invest. However, through communication tools available on these web-based platforms (e.g. discussion forums), potential investors have an

⁶⁷ Crowdfunding Industry Report (2012).

opportunity to verify and contrast their estimates by interacting with other investors and the start-up founder. As investing through crowdfunding platforms is accessible to anyone willing to invest their own money, Hagedorn and Pinkwart (2013) emphasize that it can be assumed that all private investors do not possess the knowledge to evaluate any business proposal. This necessarily raises the question of trust-building. In the event that investors have insufficient specialist knowledge (uninformed investors), individuals need to rely on the word of the start-up founder and/or follow some other, better-informed crowdfunders whose expertise is recognized (Hagedorn and Pinkwart, 2013). Otherwise, financial resources may not be invested in the most profitable venture, as investment decision by the crowd can suffer from information asymmetry and herd behaviour (Hornuf and Schwienbacher, 2016).

Figure 11. Traditional Venture Capital Vs. Crowdfunding platforms

	Venture Capital managed fund	Crowdfunding intermediary platform
Start-up industry sector	1-2 specific sectors	No specific sector (all industries)
Investors	Professional and experienced investors only	Various investors (professional/private; experienced/not experienced)
Funding Instrument	Active partnership	Mostly silent partnership
Minimum Investment limit	CHF 500k	100-250 €
Intermediary fees	2% (management fees) + 20% (capital gain)	5%-10% (founded sum) + various services (coaching, etc.)
Financial circuit	Centralized financial circuit connected to Global cities	Decentralized financial circuit (constellation of numerous decentralized circuits)

Source: Hagedorn and Pinkwart (2013), Metrick and Yasuda (2011)

7.5.2. Time and space issues

Apart from the divergences in start-up selection/assessment approaches, VC firms and crowdfunding platforms raise the question of temporal issues quite differently.

VC firms, which invest in start-ups on behalf of institutional investors, begin their investment process with fundraising (Fig. 12). This first step is crucial and represents one of the major sources of uncertainty in this field (Branche and al., 2012). Hence, every three or four years, each new VC fund creation would be determined by the ability of the VC team to convince

investors to entrust them with their money. Furthermore, the outcome of every fundraising exercise might be heavily influenced by a successful history of previous exits, and not only by the power of persuasion. This being so, a VC fund must assume, as financial intermediary, the full risk and responsibility for its investment choices. It cannot afford to fail because that would hamper the setting up of the next fund, and consequently the future of the VC firm. VC firms therefore tend to increase their sectorial specialization with a narrow focus on just one sector or one market in which they can best control distribution and exit strategies, while giving preference to later-stage start-ups with proof of product and market⁶⁸. Finally, the whole investment process is characterized by an accelerating race for exit, between two and four years, instead of four to five years in the early 2000s (Mason and Harrison, 2002). The second phase of the investment process, deal sourcing, entails another important challenge for VC funds, that of selecting the least risky and highest-potential start-ups from the huge volume of proposals they receive.

By contrast, the first step on crowdfunding platforms consists of pre-selecting several promising start-ups from those that are already registered on the platform. In its role of intermediary, the platform founders bear a minimal financial risk. Unlike the VC funds' remuneration system based on capital gain after exit (20%) in addition to 2%⁶⁹ of management fees (Metrick and Yasuda, 2011; Bonnet, 2012), the income generated by crowdfunding platforms comes mainly from levies on the finance raised⁷⁰ as well as from various services intended for project owners (start-up presentation video, coaching, etc.) and for investors (learning seminars, split investment, etc.). Thus, the platform is primarily responsible for ensuring a better match between the expectations of start-up founders and those of potential private investors.

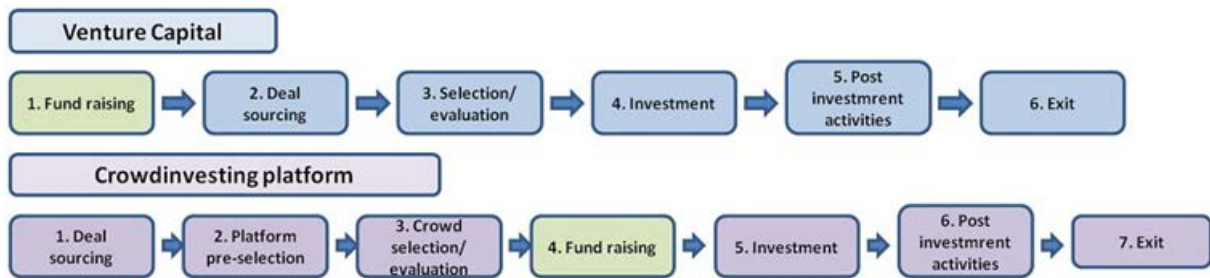
Like the temporal organization of the investment process, the spatial dimensions of stakeholders and financial channels generated by traditional VC players and crowdfunding platforms also take shape differently (Fig. 13).

⁶⁸ Interview with a manager of a Swiss VC fund (SVC-VC, Crédit Suisse).

⁶⁹ It is 2% of invested capital (Metrick and Yasuda 2011).

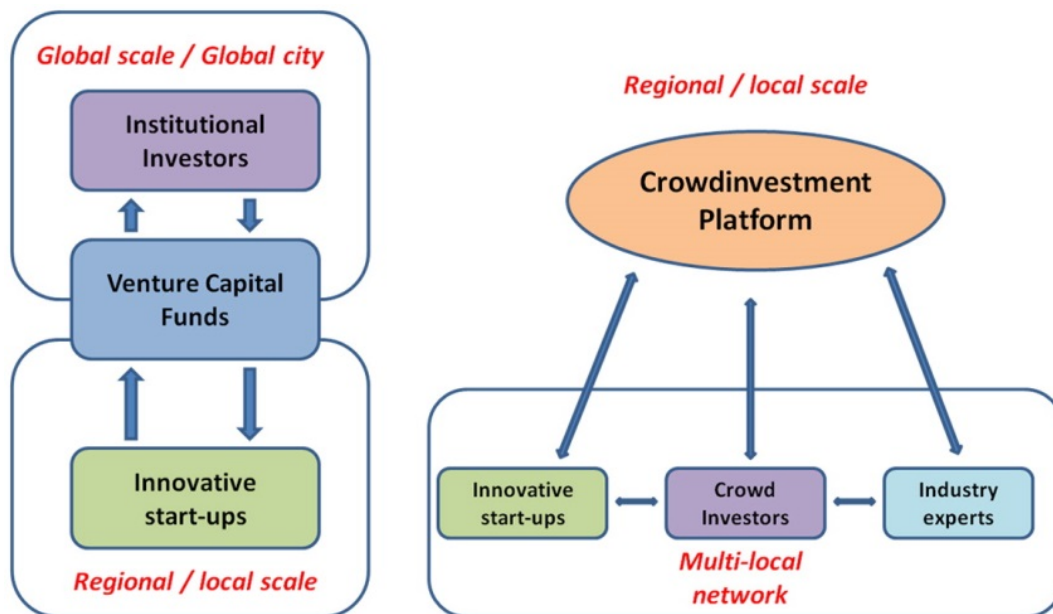
⁷⁰ According to the study conducted by Hagedorn and Pinkwart (2013), crowdfunding platforms levy from 5 to 10% of the sum raised in the event of a successful financing round. These results are based on a survey of 13 crowdfunding platforms in Germany.

Figure 12. Temporal logics of VC vs. crowdfunding investment process.



Source: own elaboration

Figure 13. VC vs. crowdfunding platform spatial characteristics



Source: own elaboration

As intermediaries between the institutional investors⁷¹ (e.g. pension funds), start-ups and large multinationals⁷² as potential buyers, traditional VC entities have mainly concentrated in “global cities” (Sassen, 2010) that are directly connected to global financial channels.

⁷¹ The most important investors in VC: pension funds, investment and commercial banks, insurance companies (Metrick and Yasuda 2011).

As argued by Christensen (2011), the concentration of venture capital firms in major financial centres, where economic activity is high, is often a demand-induced pattern. Consequently dynamic urban areas attract the largest share of VC investments because of their close relations with financial and other institutions that may assist investment decisions and post-investment monitoring: technology experts, a wide range of business services, head-hunters and access to syndicate partners (Christensen, 2011). In fact, geographical proximity matters for VC investments, both for venture capital firms themselves and start-ups. While facilitating access to the “tacit” knowledge which is needed to assess the trustworthiness of management, it makes it possible to reduce transaction costs which are higher if the financier is not close to the small firm (Christensen, 2011). This knowledge and expertise are essential for raising new funds within institutional partners, finding “good” deals, organizing investments and monitoring portfolio companies. At the same time, VC funds tend to invest locally, that is to say, close to VC clusters, such as big financial centres (Mason, 2007). This spatial proximity reduces uncertainty and minimizes the risks inherent in new and young businesses by sharing information with other investors, consultants, accountants and a wide range of other players. The nature of information-sharing tends to be personal and informal, built on mutual trust and, therefore, hard to obtain at long distance (Mason, 2007). However, under particular circumstances, traditional VC and BA investors may consider the option to invest at a greater distance and across geographic and industrial spaces (Harrison and al., 2010; Sorenson and Stuart, 2001). For instance, the VC firms which are mature, with central position in the industry’s co-investment network will be more likely to expand the spatial reach of their investments (Sorenson and Stuart, 2001). As for the role of distance in angel investing, Harrison and al. (2010) have shown in their study that active business angels making larger investments and those involved in syndicated or lead investor deals will have a greater tendency to make longer distance investments.

While clustering still occurs on crowdfunding platforms, those financial channels seem to be less concentrated and more democratically distributed than VC funding (Mollick, 2013). Simultaneously locally-based through its founders and globally web-based, the platform brings together a large community of heterogeneous individual and professional investors, geographically dispersed, with a large number of young enterprises from all kinds of industrial sectors spread throughout the national territory. Although distance and social ties can still influence the crowdfunder’s decision (Agrawal and al., 2014), the geography of the ecosystem members plays a less important role here than in the case of traditional VC or BA investments. Given that crowdfunding platforms have only been in existence for two or

⁷² For European VC, trade sale is the dominant divestment strategy (46.7% compared with 14.8% IPO), EVCA Yearbook 2012 (<http://www.seca.ch/getattachment/6e3e6728-ccb7-4c56-9058-22de93d27144/EVCA-Yearbook-2012.aspx>).

three years, it would be too soon to draw any conclusions about the exit routes, that is to say, the financial channel downstream. It may nevertheless be imagined that divestment will take place in the same way as for venture capital, principally through trade sale to large businesses or multinationals.

7.6. TOWARDS A NEW VENTURE CAPITAL INVESTMENT BUSINESS MODEL?

In Switzerland, against the background of the decline of traditional VC and the inability of business angels to fill the early stage funding gap, new trends in direct investment have begun to emerge. Interviews conducted with several business angels⁷³ in French-speaking Switzerland revealed aspirations to move away from the traditional business model in order to come closer to the platform model, with the intention of reducing the risk factor and improving the likelihood of achieving a match between the expectations of investors and entrepreneurs.

Increasingly, BA clubs are facing difficulties, not least due to the geographical limitations imposed by their business model. The need for proximity between investors and the founded start-up⁷⁴, along with the restriction of financing to start-ups in a given region, significantly reduce the choice of investment projects. Aware of these limits, the BA we interviewed would like to see their model evolve into a broader form of intermediation, which would make it possible to share databases of young ventures and investors among several BA clubs in different regions of Switzerland. In the words of our interviewees, they would like to move towards an intermediation platform model inspired by the equity crowdfunding concept.

As described by Ibrahim (2016) certain Angel networks have already migrated online mainly for two reasons: to reduce the transaction costs of operations and to add new, passive investors at a low cost. In this platform framework, active angels who have expertise in the technology conduct the due diligence and negotiate the terms of the investment. Other private investors can then co-invest by piggybacking on the active angel's expertise and reputation (ibid.).

In the field of traditional VC, new forms of intermediation between investors and start-ups are also beginning to appear. In the following section, we present a case study of a hybrid investment platform which combines the traditional practices of VC with new crowdinvesting platform approaches.

⁷³ Business Angels Suisse (BAS) and Club Valaisan des Business Angels (CVBS).

⁷⁴ Interview with BAS (Business Angels Suisse)

7.7. THE CASE OF INVESTIERE: THE HYBRID INVESTMENT MODEL

Investiere is a Swiss crowdfunding platform for direct investment in early stage start-ups. Its particular feature is to merge in a single business model the analytical and procedural rigour of VC professionals with the principles of transparency and shared knowledge offered by today's virtual crowdfunding platforms.

Established as a concept in 2009, with the first financing round in 2010, the Investiere platform⁷⁵ claims to have evolved within only three years into the largest private investors' network in Switzerland, and even into the most important online start-up investment community in Europe today, with CHF 40 million annual private investment potential⁷⁶. Today, Investiere says that their platform assembles a community of over 4000 members, including Swiss innovative start-ups, international industry experts, Swiss and international individual and professional investors, and different private/public and media partners. According to the platform founders, this hybrid business model was conceived "to go away from pure fund model and to go towards a platform model that brings together different types of investors and allows a better industry diversification". The next section will compare the decision-making process and start-up valuation strategies of Investiere with those of traditional VC funds.

7.7.1. Decision-making process: Investiere vs. traditional venture capital

As mentioned above, the VC investment decision process normally includes the steps of deal origination, screening, evaluation, structuring and post-investment activities (Tyebjee and Bruno 1984). Investment in early-stage start-ups is synonymous with high risks, so the new intermediation model developed by Investiere primarily aims to support individual investors, who may or may not have experience, by providing innovative tools for deal sourcing, deal selection and evaluation, as well as start-up monitoring.

7.7.2. Sources of deal origination

In principle, VC entities apply two methods of project selection: traditional (the passive collection of business proposals), and more proactive and innovative (Internet research, deal sourcing software, expert networks, social media) (Teten and Farmer, 2010). Despite the greater choice of deals available from a huge volume of proposals by combining these two methods, the deal origination process may encounter the problem of identifying those of high quality and with strong exit potential (Teten and Farmer, 2010). In addition, many of the promising young ventures could be left out in this stringent selection process of VC investing

⁷⁵ <https://www.investiere.ch/>.

⁷⁶ Lucas Weber, 'Investiere snapshot' at II Swiss New Finance Conference 2013 (<http://www.swissnewfinance.ch/swissnewfinance/index.html>).

(Manchanda and Muralidharan, 2014). On the Investiere platform, the deals originate from a dual source: first, through the entrepreneurs' direct application on the platform, and, second, through the recommendations of Investiere community members. This dual approach provides access to the ecosystem for hundreds of start-ups and ensures that the best projects are not overlooked.

7.7.3. Deal selection and evaluation: risk and responsibility

After the initial, pre-selection phase, VC funds conduct in-depth due diligence and multi-criteria analysis of the young businesses, which determines their decision to invest (Zacharakis and Shepherd, 2007). On the other hand, private investors on crowdfunding platforms do not always have the necessary experience or expertise to assess the legitimate value of a start-up. Hence they tend to turn to an evaluation method which is self-referential in nature and based on mimicry (Keynes, 1936; Orléan, 2011). In our discussion of the evaluation approach based on shared opinion, we will follow Orléan (2011). This author emphasizes the importance of distinguishing between two different understandings of economic value: substantive value and opinion value. Substantive economic value refers to a valuation model based on substantive knowledge which is characterized by stabilized, clarified content provided, for instance, by industry experts (Crevoisier, 2016). In contrast, the 'opinion' value reflects an assessment model which consists of following or imitating the choices of players who are recognized as legitimate by a large community (Orléan and Diaz-Bone, 2013). For instance, on the Investiere platform, individual, inexperienced investors are invited to trust the opinion of certain members of the investment community who are recognized as experienced and competent ('top investors'). In this way, small individual investors abandon the notion of control and agree to gamble on the future value of their investment. However, the amounts invested by private investors are incomparably lower (between €100 and €10 000) than the several millions invested by VC funds on behalf of major institutional investors.

Knowing that early stage high-technology start-ups present extreme levels of uncertainty, information asymmetry and agency costs (Gilson, 2003), it appears that VC and crowdfunding platforms manage such risks quite differently (Fig.14).

Apart from in-depth due diligence, the VC team mitigates these high risks in start-up investing through the use of detailed investment contracts and the strategy of staged financing (Gilson, 2003; Ibrahim, 2016). As a result, staged financing may make the viability of the business plan clearer before subsequent funds are invested and reduces the information asymmetry and, therefore agency costs (Ibid.). Entrepreneurial uncertainty is also controlled by a VC team through close monitoring and active involvement in start-up

management (Mason and Stark, 2004). These post-investment activities are essential but also very costly, which may explain the small number of simultaneous participations, as well as high management fees⁷⁷.

Figure 14. Decision making process: Investiere platform vs. VC fund

	Venture Capital managed fund	Investiere (Crowdfunding intermediary platform)
Sources of Deal Origination	Active: VC managers' personal networks, social media, Internet research and deal software Passive: business plans reception	Passive: start-ups applications through the platform Active: broad networks of entrepreneurs, investors and industry experts
Deal selection and evaluation	One stage selection and evaluation by 3-5 VC managers, the same for all deals. <ul style="list-style-type: none"> • standardized Due diligence by VC team • consulting of industry experts from personal network 	Three stages selection and evaluation <ol style="list-style-type: none"> 1. First statement from industry experts (about 50 different industries) 2. Pre-selection by Investiere team: Standard VC Due diligence with entrepreneur face-to-face meetings. 3. Social proof or evaluation through platform community
Syndication and co-investment	1-3 VC funds	Various types of investors : private investors, BA, VC, banks, family offices
Trust and legitimacy basis	VC fund size VC team experience and successful track record	Platform reputation and popularity Top-investors commitment Community members opinion and commitment

Source: own elaboration

On the Investiere platform, the assessment of start-ups takes place differently, for two reasons. First, because the number of projects funded annually (about 10) is higher than the one to three projects normally selected by traditional VC companies - Investiere's founders are unable to sit on the board of each start-up selected. Second, as an intermediary - a facilitator of deals - the platform does not assume the same responsibility for the success of the projects as VC funds do. On the Investiere platform, the evaluation process consists of several stages and takes from three to six months. Once the entrepreneur has registered his/her start-up on the platform, it joins the Investiere ecosystem, where it will be subjected to the 'social proof' principle, that is to say, it will be evaluated continuously by different categories of players within the community.

⁷⁷ Two per cent of invested capital.

7.7.4. The 'Social proof' concept

In terms of the notion of time, which is an important factor in early-stage investment, it is necessary to be both proactive and fast to identify and seize a good opportunity before others do so. Otherwise, at a later stage, the cost of access for investors who arrive last may be too high, or the funding round may already have been closed. At the same time, it is important to take the time required to assess a new project which is only at the first prototype stage. So as not to miss a project with high potential, and to be able to integrate it on the platform ahead of the others, the Investiere founders first conduct an accelerated pre-selection process and, once the investment offer has been officially announced, potential investors have the time necessary to make the decision to invest. The 'social proof' strategy plays an essential role here by allowing the investors to receive signals of start-up quality, at several levels. At the first of these levels, some fifty industrial experts (industry curators) who are members of the community conduct an initial selection:

"In our case, we do involve industry experts right at the beginning, before we even look at a deal. We just simply look at what niche that specific start-up plays in. And we show this to industry experts. And these guys need very little information. They will look at the ecosystem, who you are connected to, what your product is about, who you sell it to. They know distribution sale channels, they know exit candidates. He can very quickly give us a thumbs up, a thumbs down, and if it is worth going ahead." (Investiere founder)

After filtering by the experts and the Investiere team's due diligence, the observation phase begins. This is a matter of observing the attitude of the community in response to the new project announced on the platform. As the investors have the opportunity to show their interest in investing with an indication of the amount they are willing to invest, it is important to see who is interested in the project and what their intentions are. So the involvement or otherwise of FFF⁷⁸ can in itself provide an initial indication to community members:

"Well, if you look at what happens, you want to see that there are some friends and family commitments, because if there are no FFF commitments, something must be wrong. There must be someone from the person's network that puts money in. So you wait, that's fine to wait a little." (Investiere founder)

As well as the involvement of FFF, interest on the part of some top investors, BA or serial entrepreneurs provides additional assurance as to the validity of the business plan and the potential of the project. In sum, the "social proof" works by showing new investors which start-ups other investors, including top investors, are funding (Ibrahim, 2016).

⁷⁸ Friends, Family and Fools.

The presence of a number of top investors among the community's members is an essential feature of the Investiere business model. Who are these top investors? They are typically large and successful financial players, such as large Swiss banks, large venture capital funds, major Swiss companies and also some of the most successful Swiss start-ups. When investing in young innovative ventures, the presence of these co-investors on the platform helps to enhance its legitimacy in the eyes of the community of private individual investors. These top investors have a leverage effect in attracting the best entrepreneurs to Investiere, as well as many private investors who would not otherwise have come. Private investors are often inexperienced, and lack any specific knowledge regarding the new product which they hope to finance. That is why the fact that they can co-invest alongside top investors gives them a degree of confidence and calms their anxieties in the face of uncertainty:

“Here is an example of an investment that is currently active. It is interesting to see that the co-investors, the potential co-investors because it is not yet closed, in this case are the founders and CEO of the most successful Swiss IT start-ups that we ever had (Doodle, jobstart.ch, etc.) These kinds of guys have know-how in company exit and they think this company is worth investing in. And you may want to do the same. That’s how it works. This may be ZKB⁷⁹ or whoever, but we believe in this social proof.”
(Investiere founder)

For its part, the Investiere team works to achieve the best possible match between the entrepreneur and the investors, who will sit on the board of directors, ensuring that the investors who become involved in the management of the start-up have the appropriate expertise to monitor and support the young venture.

However, investing through crowdinvesting platforms may also represent some drawbacks for new individual investors as well as young ventures compared to more traditional financing models, such VC or BA investments. On the one hand, as argued by Chemmanur and Fulghieri (2014), allowing relatively uninformed small investors to invest through crowdfunding may increase the chance that such investors will lose considerable sums of money by investing in high risk ventures. While taking advantage of the “social proof” evaluation capacities, there is still an issue around asymmetric information between start-up founder and crowdinvestors who have to trust that the given company information is correct and has not been manipulated to make the company's position look better. Besides, while relying on the financial assessment performed by platform founders, small investors can be

⁷⁹ Zürcher Kantonalbank (ZKB).

influenced by some particular top co-investors⁸⁰. As for returns, they are promising but still hypothetical, as there has not been any exit yet on the Investiere platform and, as a whole, there is no study available yet about returns generated from crowdfunding (Hornuf and Schwienbacher, 2016).

On the other hand, Hornuf and Schwienbacher (2016) have noticed that crowdfunding can generate higher operating risk, since the project may fail if the entrepreneur does not estimate capital needs well. Under VC and BA finance, staged investment allows additional capital injection when needed and worthwhile (Ibid.). Furthermore, equity crowdfunding may not be very beneficial to the long-term success of young ventures themselves, because such funds may not come with the advice and monitoring associated with various forms of venture capital or angel financing (Chemmanur and Fulghieri, 2014).

7.8. DISCUSSION: ARE VC FINANCING AND CROWDFUNDING COMPLEMENTARY OR SUBSTITUTE FOR ONE ANOTHER?

On the basis of our findings as well as some relevant literature discussed below, it appears that both the direct investment models (VC and crowdfunding) have their strengths and weaknesses. Depending on the start-up's stage and industry sector, they can substitute for one another or complement each other through co-investing and benefiting from their respective strong points.

Indeed, through their investment activities, the VC firms provide not only funds, but industry expertise, managerial know-how and also help make introductions to key industry players (Croce et al., 2013). Some authors go so far as to argue that the non-financial value-added services VC (and also BA) provide through their advice, experiences, connections, and empathy are said to be as important to entrepreneurs as the investors' money (Large and Muegge, 2008; Ibrahim, 2016). However, as it is argued in this paper, the VC industry has currently withdrawn from early stage financing as its investing business model might not be appropriate to manage such high risk investments anymore. This financing gap could possibly be bridged by crowdfunding players. Independently of the development stage, certain innovative start-ups may be more suitable and take greater advantage of crowdfunding finance instead of VC finance, and vice versa. For instance, crowdfunding may not be suitable for some businesses, like those with high cost structures and long payback revenue models, or those that require large upfront capital expenditures such as large-scale infrastructure projects (InfoDev, 2013). Conversely, high-growth technology and

⁸⁰ The online platform 'The Truth about Equity Crowdfunding' collects numerous cases about drawbacks of crowdfunding <http://fantasyequitycrowdfunding.blogspot.ch/2015/03/justpark-breaks-all-records.html>.

software start-ups may take advantage from crowdinvesting financing model, especially those that need less money to launch and grow (Mason, 2009; Ibrahim, 2016). Indeed, as argued by Ibrahim (forthcoming), the advent of cloud computing has allowed start-ups to avoid purchasing expensive servers and to “manage” various functions in a cost-efficient way. Also, the hottest sector currently, social media and entertainment (including app development), requires little capital to launch compared to “cash-intensive” sectors such as biotech and clean technology, in which VC funds are mostly concentrated (Ibid.).

Despite their different investment approaches we have shown above, VC funds and crowdinvesting platforms may possibly be complementary and beneficial to their respective activities. Manchanda & Muralidharan (2014) suggest that venture capitalists can benefit through crowdfunding as it can help identify promising start-ups much easily and simultaneously gather public reviews. In addition, crowdinvesting is attracting the interest of VC and angel investors, because it can provide proof of interest in a start-up, and also because it allows them to assess potential investment opportunities anonymously and efficiently (InfoDev, 2013). Also, VC investors who hold already shares in young companies can maintain a suitable control process over the valuation of these start-ups by crowdinvesting communities (Manchanda & Muralidharan, 2014). As suggested by Fred Wilson, VC must build a business on top of crowdfunding, where a possible model could be a scenario in which a VC spots an interesting deal in the crowdfunding market and offers to sponsor the deal with one-tenth of a \$1m round, potentially making it easier for the start-up to raise the remaining \$900'000 (top investor role). The hypothetical VC could also join the board and get added equity for its expertise. In the same vein, on Investiere platform, VC and BA actors play an important role as top investors in leveraging financing rounds by co-investing with private investors and providing their management skills and investing experience.

Finally, crowdinvesting can play an important role as a complement to traditional sources of financing, targeting business segments that are not covered by conventional formats. It can also help entrepreneurial ventures to get off the ground, boosting innovation and, with it, economic growth (Cuesta et al., 2015).

7.9. CONCLUSION

In this article we have sought to examine the emerging forms of financial intermediation which have appeared over the past two or three years in the area of innovation funding in Switzerland.

The hypothesis that new investment channels developed after the 2008 financial crisis led us to question the role of the venture capital industry in the increasing importance of short, direct investment channels which can replace investment through the financial markets. It appeared that the VC industry has experienced a phase of decline over the last five years. We believe that this decline can be explained at two levels. Upstream, the aftermath of the dot.com bubble, but also the reputational risks run by pension fund managers, and the Swiss political and institutional framework which does not encourage alternative investment, explain the difficulty VC companies have in raising new funds. Downstream, the trend for VC to abandon the highly risky early stage sector to focus more on less risky, high quality expanding SMEs derives from a certain failure of the traditional business model, mainly at the deal sourcing, start-up evaluation and investment decision phases.

We are now also witnessing the growth of new investment channels from below, following the emergence of new forms of financial intermediation represented by crowdfunding platforms. Through a case study of the Swiss platform Investiere, which combines professional investors, specialists in various sectors and inexperienced private investors who would like to invest directly in start-up projects, we have demonstrated some differences in the investment approach of this new model by comparison with the traditional VC business model. First, based on the principle of collaboration, the platform model benefits from its capacity to mobilise cutting-edge industrial and financial expertise appropriate to each particular start-up. Second, it draws advantages from exploiting the potential of new Internet technologies to bring together and increase the interaction between different players within a large community of investors and promoters of innovative projects. Finally, we believe that the crowdfunding platform model provides a new answer to the question of managing entrepreneurial uncertainty. VC funds have traditionally based their management of uncertainty on the specialized expertise of a small team of managers capable of conducting in-depth due diligence, close monitoring and active participation in the management of a financed start-up. On the Investiere platform, the feeling of uncertainty inherent in the early stage start-up market is managed via the concept of 'social proof'.

The results of this research have led us to reflect on the future and the role of crowdfunding platforms in the development of new investment channels in Switzerland. First, will the emblematic case of the Investiere platform in Switzerland be extended on a larger scale,

marking a new direction for the venture capital industry? In other words, are we moving towards a new more decentralised system of financial intermediation, based on horizontal relationships between a range of stakeholders? The second question concerns the ability of these new multi-sided intermediation platforms to generate a sufficiently large membership to ensure their long-term survival. Therefore, for the future research, it would be interesting to investigate if similar crowdfundering platforms have developed elsewhere and make a comparison of their business model and their success. As for institutional investors, hitherto reluctant to entrust their wealth to venture capital funds, will they be more inclined to invest in start-ups via crowdfundering platforms, sharing the risks with separate private and professional investors? Finally, at this time, it is still too early to gauge the impact of these new forms of financing on the economy in different regions. This question remains unanswered and could be the subject of future research.

8. STRATEGIES OF STARTUP EVALUATION ON CROWDINVESTING PLATFORMS : THE CASE OF SWITZERLAND

Article soumis à la revue Journal of Innovation Economics & Management.

Salomon V. (2017). "Strategies of startup evaluation on crowdinvesting platforms : the case of Switzerland".

Abstract

Financing for innovative, young ventures has seen major developments in recent years. The slowdown of the venture capital industry has been accompanied by rapidly-growing crowdinvesting platforms, which bring together startup creators and private, often unsophisticated investors. While these new forms of financial intermediation facilitate, and can even democratize startup financing, they raise important questions about value assessment and the decision to invest. Taking two case studies of crowdinvesting platforms in Switzerland, this paper investigates the sociotechnical devices designed for startup (e)valuation. The findings suggest that, in the context of crowdinvesting platforms, the (e)valuation of investment proposals is highly dependent on 'social proof' dynamics that operate within the platform's community and the startup ecosystem. The calculative space reflects an interplay between substantive (owned) and significant (shared) knowledge, based on both established rules and mechanisms that are driven by opinion or reputation.

Keywords

Crowdinvesting, platform, startup, valuation, direct investment, private investors, social proof

Acknowledgements

Cet article est issu du projet de recherche « *Reconfiguration actuelle du système financier suisse : quelles articulation avec l'économie réelle et les régions ?* » financé par le Fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS), numéro 100017_134606. Nous exprimons nos plus vifs remerciements au FNSRS pour leur soutien.

8.1. INTRODUCTION

The financing of early-stage startups has seen significant changes in recent years, due to two trends. First, the 2008 global financial crisis undermined trust in investment activities that were controlled and operated by big financial institutions (banks, insurance companies and trust companies) located in, or connected to, global cities (Sassen, 1991). Second, the rapid development of Internet technologies facilitated the expansion of bottom-up initiatives driven by new, multi-functional platforms (Evans et al., 2011). These two trends were the origin of crowdfunding, which brings together entrepreneurs and individual investors, and circumvents established financial intermediaries and investment institutions.

Consequently, direct investment in innovative young companies is no longer restricted to Venture Capital (VC) funds or professional Business Angels (BAs). The traditional VC industry is in difficulty, as it struggles to raise funds from institutional investors and identify high-potential startups (Salomon, 2016). At the same time, crowdfunding platforms provide a new way to finance startup projects as they put entrepreneurs in direct contact with numerous private investors. According to Crowdfunding Monitoring Switzerland 2015, in Switzerland CHF 15.8 million was raised for 1078 projects in 2014; a 36% increase compared to 2013 (CHF 11.6 million). In the narrower crowdfunding segment, CHF 4.6 million was raised for just ten projects. However, in terms of total per capita funding, Switzerland is still in the very early stages of development compared to markets in the United Kingdom and United States.

Crowdfunding is a specific form of crowdfunding. Unlike reward- or donation-based mechanisms the purpose of crowdfunding is to acquire a stake in a startup, which is often at an early stage of development. Although crowdfunders receive shares in the company, they have limited voting power in order to give the management team greater autonomy.

It is widely acknowledged that funding an early-stage startup is a high-risk activity, which, until now, has been the domain of sophisticated investors such as VC firms or professional BAs. Historically, potential investors in a young venture that has no track record have had to have a solid financial background, specialist expertise and many years' experience. However, not only do crowdfunders often lack this knowledge, many of the risks remain hidden and investor protection is only minimally regulated, if at all (Bieri, 2015). To date, there is no Swiss legislation or regulation that explicitly addresses crowdfunding platforms; consequently private investors must bear the cost of any losses due to a poor choice of investment, or the questionable activities of platform's founders or entrepreneurs.

Although there are five active crowdfunding platforms in Switzerland, only two have had recent success: Investiere and c-crowd. These two platforms were selected as case studies.

This study focuses on the function and role of sociotechnical ‘calculative devices’ (Callon and Muniesa, 2005) that are provided by the interactive online platform environment. More specifically, it explores and highlights the mechanisms that allow crowdfunders to (e)valuate entrepreneurial projects. In line with this goal, the following research questions were formulated:

- What sociotechnical devices and mechanisms are implemented on crowdfunding platforms that are dedicated to the (e)valuation of early-stage startups?
- To what extent can actors (startup founders, investors, platform managers) rely on or use such devices in the (e)valuation process?

This article is structured as follows. It begins with a presentation of the methodology (8.2). Section 8.3 reviews the (e)valuation literature in the context of crowdfunding and identifies gaps in current research. Section 8.4 introduces the theoretical and analytical approaches used in startup (e)valuation. Sections (8.5) and (8.6) present the two case studies (c-crowd and Investiere respectively) and the findings regarding their functioning and business strategy. Section 8.7 compares the approaches taken by the two platforms. It discusses the role of significant and substantive knowledge in startup (e)valuation, and the implications of the ‘social proof’ concept. Finally, some concluding remarks are summarized in the Section 8.8.

8.2. METHODOLOGY

Qualitative case studies were used to investigate two active crowdfunding platforms in Switzerland: c-crowd and Investiere. The case study is a triangulated research strategy (Tellis, 1997), notably with respect to data collection. As Yin (2009) argues, multiple data sources allow the development of converging lines of inquiry and multiple measures of the same phenomenon. Thus, this study draws upon a wide range of sources, including (1) document analysis, (2) participant observation, and (3) qualitative interviews.

Document analysis included an exploration of the content of the websites of several crowdfunding platforms in Switzerland, the United Kingdom, France, Germany and the United States⁸¹ in order to identify and compare their functioning and business models. A second source was public documents that explain the operations, rules and business strategies of these platforms. Finally, relevant academic and media publications were reviewed.

⁸¹ Specifically: Investiere and c-crowd (Switzerland); Crowcube (United Kingdom), Wiseed, and Smartangels (France); Seedmatch and Companisto (Germany); Kickstarter and Microventures (United States).

Participant observation involved attending two New Finance⁸² conferences (2012 and 2013), devoted to crowdfunding in Switzerland. These conferences brought together various actors in the field, such as entrepreneurs, platform founders, finance professionals, private and BA investors, social media and marketing representatives, journalists and academics. Data included field notes of informal conversations with these actors, including the founders of c-crowd and Investiere, which prepared the ground for further investigation. Furthermore, the founder of Investiere provided the author with access to the platform's community, which enabled two years of participant observation of the process.

Finally, semi-structured interviews were carried out with the founders of c-crowd and Investiere. These interviews were guided by questions about the functioning of the platform, its business strategy, approaches to the selection and (e)valuation of startups, the role of the platform as an intermediary, the characteristics of crowdinvestors and the principles of deal sourcing. This data was analyzed, interpreted and triangulated with other data sources in order to understand the logics and dynamics inherent in the (e)valuation of startups.

8.3. LITERATURE REVIEW

Although the literature on the topic of crowdfunding has expanded rapidly in recent years, little has been said about the (e)valuation of projects and the drivers for successful crowdinvesting. Assessing the value of an early-stage startup has always been tricky, even for professional investors such as VC firms or BAs. The task becomes even more complicated in the uncertain context resulting from information asymmetry between entrepreneurs and a crowd of inexperienced, small-scale investors, who are characterized by their geographical and relational distance, not to mention a lack of regulation of their investment activities.

Scholars have focused on two questions: (1) How do entrepreneurs signal the quality of their venture to potential investors (Colombo, Franzoni et al., 2014; Frydrych et al., 2014; Ahlers et al., 2015)?; and (2) How does the crowd interpret such signals and decide which projects to finance (Guidici, Guerini and Lamastra 2013; Bessière and Stéphanie 2014; Frydrych et al. 2014; Kim and Viswanathan 2014; Mollick and Nanda 2015)?

8.3.1. How do entrepreneurs signal the quality of their venture?

Previous research has highlighted some of the determinants of success in signaling the quality of a potential investment. Ahlers et al. (2015) explore the information that entrepreneurs provide to small investors in the context of crowdfunding, in order to signal a good-quality venture. Their study hypothesized that these signals would be different to those

⁸² <http://www.swissnewfinance.ch/swissnewfinance/index.html>

provided to BAs or VC firms. They found that the most effective signals provided potential investors with detailed information about risks, in the form of documentation that was made available on the platform. A second strong signal is an investment by an entrepreneur themselves, who consequently retains a part of the equity. The assumption is that entrepreneurs only retain a substantial stake in their company if they expect future cash flows to be relatively high compared to the firm's current value. Interestingly, the study found that entrepreneurs' social and intellectual⁸³ capital had little or no impact on funding success.

Frydrych et al. (2014) studied the drivers for success on the Kickstarter platform in the United States in terms of entrepreneurs' legitimacy. They found that interactive story-telling and an eye-catching project presentation significantly influenced the investment choices of small-scale, online crowdfunders. Colombo et al. (2014) analyzed the role of *internal social capital*. This new source of capital emerges through building social links and supporting other projects within a crowdfunding community. Investors are encouraged to commit to ventures whose founders actively participate in activities such as inspecting, funding and giving feedback to other projects.

8.3.2. What signals impact the crowd's decisions?

The crowdfunding literature takes various approaches to the question of what signals are most effective in attracting the interest of small investors, and how investors interpret these signals.

Mollick and Nanda (2015) compared the judgments made by crowdfunders and experts. Specifically, they investigated whether decisions taken by the crowd (principally composed of small, inexperienced investors) were more irrational than the presumed 'wise' investment choices of experts. The study was based on Kickstarter data, and the findings suggested that despite the statistically-significant congruence of investment decisions taken by the two groups, they evaluated projects very differently. The biggest differences lay in the style of presentation. More 'crowdfunding-friendly' proposals that included videos, pictures, and rewards for investor appealed to the crowd. On the other hand, experts looked for signals such as the formality of a proposal and specific information related to the business model and marketing strategies.

Guidici et al. (2013) examined the role of observable social capital in the success of crowdfunding campaigns. They distinguished between *individual social capital* (the social network) and *localized territorial social capital* (an entrepreneur's geographical area). They found that high levels of individual social capital (a high-quality network) had a positive

⁸³ In this case, intellectual capital refers to patents.

impact on fundraising by signaling a good-quality project. However, a high level of localized territorial social capital had a negative impact, as good-quality projects were assumed to easily find financial support from local investors. A further finding was that the crowd appeared to observe the attitude of other investors using the platform.

Salomon (2016) argues that the involvement of 'Friends, Family and Fools', reputable investors, BAs and serial entrepreneurs reassures small investors about the thoroughness of the business plan and the potential of a new venture. In the context of crowdfunding mobile applications, Kim and Viswanathan (2014) examined the role of experts or reputable investors in the valuation of startups. They found that two categories of early investors (App Developers and Experienced Investors) had a significant influence on later investors (the crowd). The authors provided evidence that the crowd followed signals given by sophisticated investors in order to identify good-quality projects.

The crowd also appears to use non-financial signals to evaluate potential investments. Bessièrè and Stéphanie (2014) observe that startup crowd financing tends to depend on perceptions rather than an in-depth analysis. The crowd focuses its attention on product concept information, commercial dynamics (e.g. time-to-market projections), the project founders and their vision of the future. Building on behavioral finance theory, the authors emphasize the role of emotions in the decisions made by small-scale, individual investors. Finally, Frydrych et al. (2014) found that the composition of the startup team played an important role in reducing uncertainty in the eyes of the crowd. Projects founded by two people or a team were much more successful than projects launched by individuals. Curiously, projects headed by females seemed to be more successful than those created by their male counterparts.

Drawing on the above findings, this study highlights and clarifies the interplay between the sociotechnical calculation devices integrated into crowdfunding platforms and other, external, valuation activities. External activities involve various stakeholders and may influence the valuation by orienting the selection of the startup, price setting and the decision to invest. Rather than view the platform's community as a disembodied crowd, it is seen as a social network of individuals anchored in an (extra)local environment, which helps them to create meaning from their investment activities.

8.4. THEORETICAL AND ANALYTICAL APPROACHES

Two theoretical and analytical approaches are used to understand the logics underlying crowdfunding decisions. First, the economic issue of value assessment is addressed from the pragmatist perspective found in the social sciences (Dewey, 1939; Callon and Muniesa, 2005). Second, the concept of significant vs substantive knowledge (Crevoisier, 2016) is

harnessed to identify the mechanisms used by crowdinvestors to assess the worthiness of early-stage startup projects.

8.4.1. The pragmatist perspective

The question of how value is determined raises the issue of the complexity of social mechanisms, which is itself linked to the problem of uncertainty (Beckert and Aspers, 2011).

In the social sciences, empirical approaches to valuation began with the idea put forward by John Dewey that valuation must be based on concrete action (Hutter and Stark, 2015). Dewey (1939) highlighted that the words 'valuing' and 'valuation' have two different meanings: prizing and appraising. While the former is used "*in the sense of holding precious, dear, [...] having definite personal reference*", the latter conveys the sense "*of putting a value upon, assigning value to. This is an activity of rating, an act that involves comparison, as is explicit, for example, in appraisals in money terms of goods and services*" (Dewey, 1939: 5). Dewey's pragmatism lies in the fact that the valuation should be viewed as a process or action which "*refers to something that happens to something, and this happening can be a matter of consideration or of relation, or both at the same time*" (Muniesa, 2011: 26). To study the (e)valuation process, Dewey suggests referring to evaluative judgments, which he defines as "judgments of practice" (De Munck and Zimmermann, 2015). Such evaluative or practical judgements are action-oriented and grounded in empirical inquiry (Ibid.). To summarize, the pragmatist approach to valuation should be understood as a process, a form of mediation, or something that happens in practice (Muniesa, 2015).

8.4.2. Market devices

Drawing upon Dewey's pragmatist approach to valuation, the concept of market devices developed by Callon and Muniesa (2005) has been used to address the specific issue of project (e)valuation in the domain of equity crowdfunding. Here, the focus is on the identification and analysis of the market mechanisms, devices and rules that contribute to the construction of a valuation infrastructure (Barman, 2015). (E)valuation is explored by considering particular market devices or calculative tools designed to assess the economic value of goods (Callon and Muniesa, 2005), especially in situations of uncertainty.

According to Muniesa et al. (2007) such market devices, which are produced through social and technical arrangements, make it possible to qualify market objects and calculate their value. The authors argue that "the qualities of goods and services are the output of complex operations of qualification, of framing and reframing, of attachment and detachment. The way in which market devices are tinkered with, adjusted and calibrated affect the ways in which things are translated into calculative and calculable beings" (Muniesa et al., 2007: 5).

Callon and Muniesa (2005) decompose the valuation process and show how a new product (or service) can be qualified and its value calculated. They formulate a very general three-step process: (1) objectification; (2) singularization/ individualization; and (3) extraction of a result (pricing). First, the entities concerned have to be objectified, i.e. they have to be detached and placed in a single calculative space. It should be noted that there are many such calculative spaces depending on product and market characteristics. In the case of crowdfunding, the calculative space is an online platform where a new project is (e)valuated, and eventually financed by startup enthusiasts. Beckert and Aspers (2011) argue that the value of a good is not intrinsic to a material object, but rather is inseparable from its meaning for the consumer. Therefore singularization makes it possible to associate the entity being (e)valuated with the customer's (investor's) world. The product is qualified and transformed into a commercial good through three operations. First, a space must be identified in which the new product can be compared to a variety of existing products. Second, products must be classified and clustered to enable different entities to be compared. Finally, pricing makes it possible to calculate the price of a good (that has been qualified and classified) based on assessment of its value that measures and compares it on various scales (Stark, 2009).

8.4.3. Calculative devices

Calculative devices are illustrated with a concrete example: the valuation infrastructure for impact investing (Barman, 2015). Drawing upon the pragmatist approach to valuation (Dewey, 1939; Callon and Muniesa, 2005), Barman explores how evaluators address the challenge of value plurality through the creation of calculative tools. Actors engaged in the development of the impact investment market⁸⁴ had to find a way to compare industries and firms in different markets as there was a lack consensus among investors regarding how to assess social and environmental value. Two calculative tools were conceived and implemented by the Rockefeller Foundation in order to be able to compare different investment opportunities, and evaluate and rate the social and environmental impact of firms. The Impact Reporting Investing Standard (IRIS) incorporated a variety of meanings and metrics related to social and environmental value. The Global Impact Investing Rating System (GIIRS) aimed to facilitate the evaluation of investment options and attract mainstream investors to this new, alternative market: *“by assigning a single score and a number of stars to investees, this rating system performed valuation for investors by reducing the complexity, ambiguity, and effort otherwise entailed in the act of valuation of impact investment options”* (Barman, 2015: 33). In sum, the development of these calculative tools solved two problems: (1) the inclusion of many dimensions of social and environmental

⁸⁴ The Rockefeller Foundation was a powerful actor in the promotion and funding of the emergent impact investment market (Barman 2015).

value; and (2) the reduction of information in order to be able to achieve commensurability in the evaluation and rating of firms (Ibid.).

8.4.4. Significant vs substantive knowledge

To understand the practical completion of early-stage startup (e)valuation through crowdinvesting activities, I will refer to the concept of significant vs substantive knowledge (Crevoisier, 2016). The distinction between them is based on social and economic institutions for the valorization of knowledge.

Economic value created through **substantive** knowledge is based on exclusive use. Value creation principally lies in the right to use such knowledge, which is stabilized, clarified, owned by companies, and protected by various Intellectual Property (IP) instruments. Control of this type of knowledge is transferred from several actors to a single, identifiable actor (a physical person, firm or organization). Such knowledge can be formalized and it may circulate through contractual economic exchanges, be embodied in goods and services, or take the form of licenses and patents, etc.

The economic value of **significant** knowledge lies in its sharing and diffusion, and the meaning it has for those who share it. Unlike substantive knowledge, the creation of significant knowledge is highly contextual, dialogic and open-ended. Such knowledge is characterized by creativity, and therefore by uncertainty about the evolution of its content. Each step opens up new questions and new possibilities for development and it merges with the community that possesses, enriches and shares it. The dynamics of this knowledge result from the plurality of actors that possess it and interact around it. For example, a knowledgeable consumer can create additional value for products or services⁸⁵. This evolutive capacity is conditional upon the absence of an owner and centralized control over its use, together with a diverse community. Such knowledge is spread across both the community of producers and customers (entrepreneurs and investors). Rules for its sharing do not concern ownership or control, but the acknowledgement (**status**) accorded by the community to its most emblematic or creative members (Fig.15).

The following two case studies of Swiss crowdinvesting platforms (c-crowd and Investiere) show that the question of (e)valuation can be addressed in different ways depending on the platform's business model, infrastructure, and its founder's goals and means.

⁸⁵ For example, Internet proficiency adds value to the use of a Smartphone (Crevoisier 2016).

Figure 15. Substantive and significant knowledge

	Substantive knowledge (controlled, owned)	Significant knowledge (shared, authored)
Properties	Stabilized , finite, identified, convergent. Embodied in functional devices.	Evolving , open, divergent. Incorporated in thought systems.
Economic value	Based on the content of the knowledge and its valorization through different markets (exploitation). Based on exclusivity .	Linked to people , communities and/or contexts. Based on sharing , diffusion and adaptability.
Concrete forms	Embodied in capital goods (machinery, software, reports, etc.), but also in individuals under the control of firms (salaried experts).	Embedded in personal interactions and objects (papers, scientific articles, books, local traditions, exhibitions, etc.).
Actors	Identifiable owners that control the knowledge.	Authors (authority), peers or institutions are recognized as a source of knowledge; knowledge is disseminated to customers/ the public.
Institutions	Rights concerning the control, use and dissemination of knowledge (IP, confidentiality, etc.).	Recognition of the status of the author or the legitimacy of the knowledge.

Source: Adapted from Crevoisier (2016)

8.5. C-CROWD

C-crowd is an Internet-based platform for financing early-stage startups. It was created in April 2011 and is based on the professional experience of its founder. After working for many years in investment banking and corporate finance, where he was responsible for finding investors for innovative high-quality startups, the platform's founder recognized the inefficiency of the traditional fundraising process which implies "sending a lot of mails, calling a lot of people and running behind everyone"⁸⁶. In his view, the most appropriate solution was to outsource this inefficiency to the Internet and enhance fundraising through crowdfunding.

The platform's infrastructure is composed of two spaces. The first is devoted to 'Crowdfunding' startups, and the second to 'Marketplace' startups. As the name suggests, Crowdfunding aims to raise money from numerous individual investors drawn from the c-crowd community. The barrier to entry is low. Young companies can benefit from the support of the c-crowd founders and the platform's infrastructure on the condition that they are registered as an *Société Anonyme* (a public limited company) and have their head office in

⁸⁶ Interview with c-crowd's founder.

Switzerland⁸⁷. The Marketplace functions as an advertising space for companies that are ineligible for crowdfunding financing. These companies can post their financing proposals, explain their business models and provide their contact details. Interested parties can therefore contact the company directly to negotiate a possible investment. Such companies were not taken into account in this study.

C-crowd's main marketing strategy consists in attracting good-quality projects to the platform, as the founder believes that investors will follow good investment opportunities. On the one hand, the aim is to find projects and convince entrepreneurs to work with c-crowd and, on the other hand, to bring potential investors on board. Negotiations with both entrepreneurs and investors take the form of personal meetings during regular investor events or startup fairs. Deal sourcing is the result of intensive off-platform networking, which aims to ensure a range of valuable investment opportunities that may lead to successful fundraising. According to c-crowd's founder, the process is not simple. Some entrepreneurs are reluctant to use crowdfunding to finance their projects as it means that they will have to open up the company to 20, 40 or 50 new shareholders.

“That’s the difficult part, because many people don’t like that. They say it’s a lot of work to send them the stuff all the time. And, they also think that afterwards, at a later stage, the company won’t be as interesting for VC investors as it would be if there were only 2 or 3 or 4 investors on board”. (Interview with c-crowd's founder).

As an open crowdfundering platform, c-crowd provides free access to all kinds of investors who are willing to participate in fundraising campaigns. In the words of the platform's founder, there is no typical investor profile, and it is often the case that a student investing CHF 300 and a professional BA or serial entrepreneur investing CHF 200k become shareholders of the same startup. Evaluating a young venture is very tricky, not only for unexperienced individual investors, but also for professional BAs. Given that at the seed stage there is only an idea and a business plan—but no revenue, no track record and no market proof—how can potential crowdfunders be reassured about the financial risks and the true value of the project? The following section explores how the problem of startup (e)valuation is handled in the context of c-crowd fundraising campaigns.

8.5.1. The c-crowd (e)valuation space

The calculative space for startup (e)valuation on the c-crowd platform can be characterized by a dual process: *OFF* platform relational work, combined with an *ON* platform company presentation. The definition of 'relational work' used here draws from the definition proposed

⁸⁷ Interview with c-crowd's founder.

by Zelizer (2012), who argues that it consists in creating viable matches among the meaningful relations that people create, maintain, symbolize, and transform in all areas of economic life.

OFF platform relational work operates in two steps. The first is at the stage of project selection and preliminary evaluation by the c-crowd team, while the second continues throughout the fundraising process and aims to promote the startup and attract more investors. As c-crowd's founder states, every startup goes through a very thorough evaluation process before they are given the green light for fundraising.

“Usually, first, the entrepreneur sends me a business plan, we speak on the phone and then, if I find it interesting, we meet in person, we discuss the business plan, the idea, the whole concept. Then I give them feedback on whether it is suitable for crowdfunding. Later we have a couple of iterations of the business plan. We meet at least one more time in order to present the project to the other board members of c-crowd. We have a discussion with c-crowd members about the company and we vote. Only when every board member votes for the project do we put it live on the platform. It is rather similar to the VC evaluation process. Because startup investing is high-risk and we cannot guarantee that this company will be a success we try to reduce the risk a little bit, as much as possible. But it is not a ‘recommendation’, it is just that we think that this company is better than the others.” (Interview with c-crowd's founder).

The next step marks the beginning of fundraising. The c-crowd team organizes an investors' event where the entrepreneur can present their company to potential investors. According to the platform's founder, these meetings are a very important aspect of crowdfunding.

“We can't do it all online, it is impossible. There is a lot of trust involved, and even if crowdfunding is an online business, people still like to see the entrepreneurs, to shake hands, to look them in the eyes and get an idea before they invest their money”. (Interview with c-crowd's founder).

While the c-crowd team helps by organizing investors' events, the entrepreneur has to proactively promote their startup, in particular, by inviting people from their own network to meetings or events.

“Obviously, the best case is that the entrepreneur invites an investor who has already invested in their startup. At the presentation, they can say things like ‘I invested in the company for the past twelve months and this is the growth and this is what I've seen of the founders. And I really liked them.’ The entrepreneur can use this kind of testimonial in order to encourage other investors”. (Interview with c-crowd's founder).

The c-crowd team aims to organize at least three investors' events throughout the fundraising campaign: at the beginning, in the middle and at the end. The belief is that these events actively contribute to company valuation and have a positive impact on the overall process. Furthermore, highlighting the milestone achievements of the startup team at the end of a successful fundraising process can play an important role in promoting crowdfunding to other entrepreneurs. Such success stories increase confidence that c-crowd can help them to raise funds for their startup.

Alongside *OFF* platform networking and promotional activities, the proposal is put live *ON* the platform in order to reach out to a broader community of potential investors. The presentation consists of a short movie and several mandatory documents: the business plan and market strategy, a questionnaire about the company's legal status, official company and shareholder registers, and an Equidam valuation report. These (e)valuation devices are intended to help investors to form their own judgement of the startup's value and future growth potential. The Equidam report merits particular attention as it provides a formal validation and explanation of the young venture's financial valuation.

Every selected startup must provide investors with a formal, standardized valuation report that is made available as a download from the platform. C-crowd collaborates with the Dutch company Equidam⁸⁸ that specializes in the valuation of startup companies. Entrepreneurs must register with Equidam and answer a wide range of questions about their business plan, the team, their experience, etc. At the same time, they provide data that is input into a financial model. A bespoke algorithm has been developed that takes into consideration the completed questionnaire and the financial model. From this, five different valuations of the company are derived, based on different methods. The final report is 10–15 pages long and is divided into two parts: the Business Plan Scanner and the Executive Summary. The Business Plan Scanner shows the main features of the project in the form of icons. Colors indicate the impact of a specific feature on the overall quality of the startup (green for positive, red for negative). The purpose is to provide an immediate overview of the startup's quality and to be able to compare different projects based on the same criteria. The Executive Summary provides a detailed analysis of the business plan based on the following evaluation methods: the Scorecard method (26%), the Check-list method (26%), the VC method (16%), Discounted Cash Flows (DCF) with LTG⁸⁹ (16%), and DCF with multiples (16%).

⁸⁸ <http://www.equidam.com>

⁸⁹ (LGT) Long-Term Growth

According to c-crowd's founder, valuation reports play an important role in crowdfunding campaigns. Although they do not state the final value of a company, they are a valuable resource for potential investors who may not have enough experience to assess the company's value themselves on the basis of the available information.

8.6. INVESTIERE

Investiere⁹⁰ is a Swiss crowdfunding platform for direct investment in early-stage startups. Established in 2009, with the first financing round in 2010, the platform claims to have evolved within only three years into the largest private investors' network in Switzerland, and perhaps even the most important online startup investment community in Europe, with annual investment potential of CHF 40 million⁹¹. Today, Investiere claims that the platform assembles a community of over 4000 members, including Swiss innovative startups, international industry experts, Swiss and international individual and professional investors, and various private/ public and media partners⁹². According to Investiere's founder, the idea to create the platform came from the following observation:

"This was a trend that many people were moving away from funds and intermediaries to more direct investments. We knew that it is hard to find money for entrepreneurs and that it takes them a lot of time. Our hypothesis was that there are many more private people out there who are happy to take the risks associated with startup financing. We also based it on our own view of the world in the sense that we are happy to make high-risk investments and are not particularly interested in the stock market." (Interview with Investiere's founder).

Following its launch, the company's main strategy was to develop a dynamic, interactive and fast-growing community of private investors, which would differentiate them from other crowdfunding platforms. Intensive ON platform relational work stimulates and consolidates the community, aiming to attract the best young companies. The company strives to provide entrepreneurs with top investors as there is belief that people who have a good network, industry expertise, and investment experience are worth much more than their money.

"A platform that wants to attract the best companies needs to be able to provide a number of top investors to these companies." (Interview with Investiere's founder).

⁹⁰ <https://www.investiere.ch/>

⁹¹ Lucas Weber, 'Investiere snapshot' at the II Swiss New Finance Conference 2013 (<http://www.swissnewfinance.ch/swissnewfinance/index.html>).

⁹² See Salomon (2016) for a more detailed analysis of Investiere's business model.

For Investiere's founders, the term 'top' refers to two distinct categories of investors. The first relates to a successful entrepreneur who is interested in passing on their experience. Such investors are likely to have the knowledge and skills that are necessary to assess the value of early-stage startups.

"The reason why they are well-suited to be investors is because they understand what the company is worth [...] at a certain point. They say, for example, that this goal is not difficult to achieve, so I'm happy to say that the company is worth CHF 3 million or whatever. Someone without experience has no idea what the company is worth."
(Interview with Investiere's founder).

The second category concerns well-known Swiss institutional investors who have both an established reputation and financial means. It includes banks such as Zürcher Kantonalbank (ZKB), big companies such as IBM, and VC funds such as Swisscom Ventures. The platform founders believe that involving reputable investors in fundraising campaigns is a powerful lever that reduces perceived risk and uncertainty. Other community investors are expected to be reassured by their presence and participate in financing rounds, although they may be unable to evaluate the business plan and investment potential of startups.

Investiere has set a high barrier to entry; the minimum investment is fixed at CHF 10k and one of its founders states, it aims to "attract people with a similar mindset". Interestingly, the platform infrastructure draws upon well-known social media platforms such as LinkedIn or Facebook. The idea is to use the potential of social media for organizational knowledge sharing and encourage strategic networking in order to increase informational benefits for community members (Utz, 2015).

The next section outlines the Investiere (e)valuation process, which takes the form of three steps that aims to establish the 'social proof' calculative space enabled by the platform's infrastructure: (i) screening the startup ecosystem and pre-(e)valuation; (ii) further (e)valuation through curation and due diligence; and (iii) a final (e)valuation through an interactive fundraising campaign.

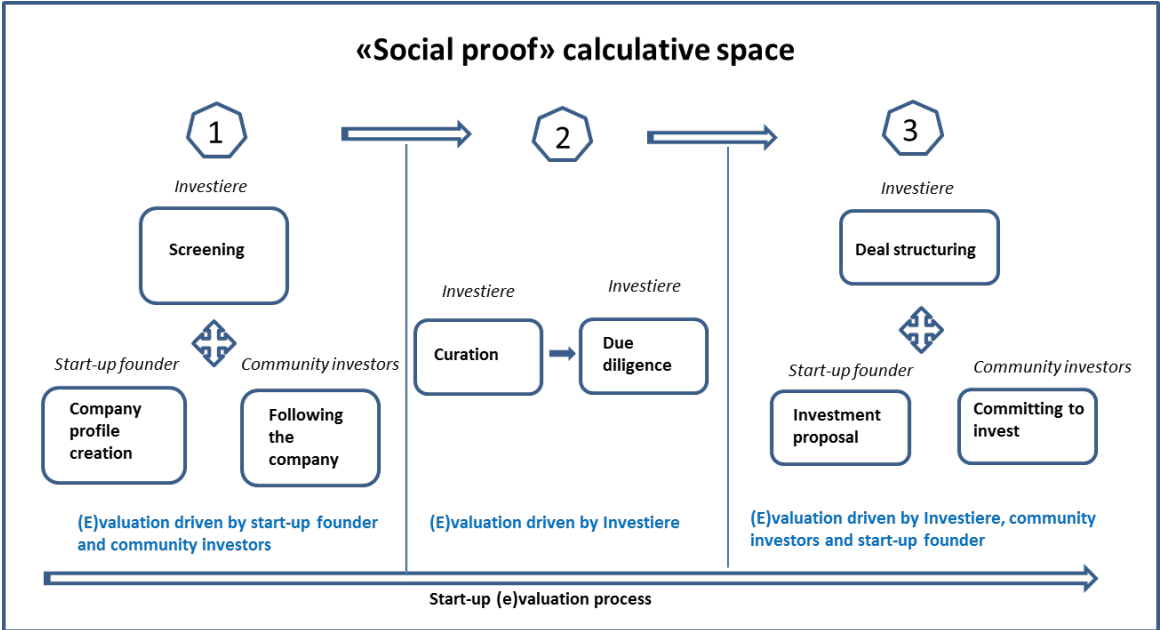
8.6.1. The Investiere (e)valuation process

A young company looking for financing *via* Investiere passes through a multi-stage (e)valuation, which can be viewed as parts of a unique calculative space called here a 'social proof' space. The (e)valuation is carried out by three categories of actors: the Investiere team, community investors and the startup's founder (Fig.16).

Every Investiere fundraising campaign begins when the entrepreneur creates the company's profile, thus joining an ecosystem of more than 100 registered startups. The pool of startups

hosted by the platform is continuously screened by the Investiere team who are looking for a promising investment opportunity. Profiles are standardized and comprise a description of the company’s mission, a list of relevant industries, and its staff (managers, board members, advisers, employees, etc.). The newly-created venture enters the ‘social proof’ calculative space when it becomes visible to all community members: investors, entrepreneurs, industry experts, etc. It also enters into competition with the other companies in the ecosystem, beginning the process of singularization (Callon and Muniesa, 2005).

Figure 16. Investiere startup (e)valuation in the “social proof” calculative space



Source: the author

At this point, the young venture is compared to other similar ventures and singularized, which means that its distinctive characteristics are defined. The comparison is based on objective and standardized information (the industry, a short description of the concept, etc.) and opinion criteria (Orléan, 2011). The latter is derived from the attention given to it by community members, which is estimated by the number of followers (low- or high-ranking) and their quality (reputation, experience, skills, etc.). For example, when a reputable top investor such as a big company, a successful entrepreneur, or an experienced BA follows a startup, this is interpreted as a signal that it is worth keeping a close eye on the company. Followers receive updates about any companies they follow. This ‘social proof’ approach suggests that the (e)valuation of a new company is highly dependent on the interest it generates in the community, which is as important as objective criteria related to market

potential (Will it create a new market or dominate an existing market?), capital requirements (CHF 500k–2.5 mio) and stage of development (proof-of-concept)⁹³.

If a startup is pre-evaluated as promising, it passes to next phase of curation and due diligence. Both of these activities are performed by the Investiere team. The main goal of curation is to seek the advice of a broad network of industry experts, investors, entrepreneurs and potential clients on the pros and cons of the concept and its market positioning. If the startup passes the curation test, Investiere contacts the entrepreneur to discuss further collaboration. Due diligence consists in the verification of the company's documentation and the definition of the terms of investment (consistent with traditional VC good practice). Finally, the startup moves into the third part of the social proof calculative space, which is the first financing round. In this final stage, (e)valuation is performed mostly through *ON* platform relational work (Zelizer 2012). Three categories of actors participate: the startup's founders, the Investiere team and potential investors, who use the calculative tools provided by the platform.

Selected startups appear on the platform in the category of Investment Proposals. Only community investors who are approved by Investiere have access to this information. The Investiere team helps the founder to prepare the Investment Proposal. The presentation must be designed to catch investor's attention and make all important information readily available. The Proposal is shown in Figure 17. It begins with a short movie that presents the company. This is followed by the name of the company, together with its logo, a short description of the concept, related industries, and links to the company's social media profiles (Twitter, LinkedIn, Facebook, etc.). Next, potential investors are provided with information about lead investors, target and minimum amounts, and the level of investor commitment and interest.

Potential investors have access to a detailed description of the business plan, which explains the concept, business model and go-to-market strategy. The entrepreneur can include the logos of reputable business partners or clients under the heading 'Trusted By'. This is a key element of the Investiere philosophy, as its founder states:

"The company can add people as part of the company, people that help or advise the startup. If these people (their profiles) are linked to the company and others see it, it confirms that this person is helping them". (Interview with Investiere's founder).

⁹³ See <https://www.investiere.ch/content/selection-process-0> for further details of the selection process.

Figure 17. The Investment Proposal

Startup presentation	
Short movie	
Short company presentation Name, logo, concerned industries, web site, Social media links Short description of the project	Fundraising progress Signing date / closing date Lead investor(s), target and minimum amount, level of commitment / interest Number of co-investors
Overview of the business plan Why this project? (why investing in [name]?) 'Trusted by' : logos of reputable private/institutional actors supporting this company 'Recent updates': information about commitment, shown interest, followers, etc.	Involved people Founders & Managers Employees Shareholders, Advisors
Detailed information: Basic: problem to be solved, solution and business model Market: description, go-to-market strategy, existing competitors and competition strategy Financials: only accessible for «interested» and approved investors	
Updates & questions Updates: promoting information posted by Investiere Questions: entrepreneur can answer investors' questions and provide additional information	
Documents (public and private) Company presentation (power point), press releases, etc.	

Source: the author

This ON platform presentation is designed to provide potential investors with the key information they need to (e)valuate the company and decide whether or not to invest. In addition, every investor in the community receives an email informing them of new investment opportunities and highlighting important elements that could influence their decision-making. For example, they are told the amount that has already been committed by relevant investors and provided with the names of the most reputable companies. The final decision to invest is, to a great extent, based on the information in the Investment Proposal, and the various interactive 'social proof' activities undertaken by investors, the Investiere team and the startup's founder.

The platform enables community investors to know who the other potential investors are, follow them, ask questions, and consequently obtain more information. They are able to click on investor's profiles and see further details. For example, it is possible to find out which companies the investor has invested in, where they have worked as a board member, which other investors follow them, and who they follow. This information sends a signal to other community members about the potential and value of a young company. On the other hand,

the startup's founder can influence the (e)valuation process by being both active and reactive: they can respond to investor's inquiries, provide additional information, and meet investors during *OFF* platform events. Finally, the platform's founders play an important role in the (e)valuation of the young venture, especially during the fundraising campaign. The Investiere team stimulates the financing round by actively promoting the new investment opportunity, organizing investor's meetings, taking shares in the startup, and sending updates to community investors.

8.7. DISCUSSION

8.7.1. The role of shared (significant) and owned (substantive) knowledge

This section compares the two approaches to startup (e)valuation implemented on the Investiere and c-crowd platforms. Drawing upon the pragmatist valuation perspective (Dewey, 1939; Callon and Muniesa, 2005; Muniesa, 2011) and the concept of substantive vs significant knowledge (Crevoisier, 2016), it discusses the characteristics of the two calculative spaces. In particular, it examines the mechanisms and dynamics of the singularization process. Finally, it challenges the assumption of the democratization of startup investment through crowdfunding platforms, and its expansion to an anonymous crowd of private, unsophisticated and often inexperienced investors.

The calculative space is organized very differently on the Investiere and c-crowd platforms (Fig.18). C-crowd managers consider that physical meetings between entrepreneurs and investors (e.g. Investor Events) are essential for startup promotion and valuation. In the absence of objective determinants of value such as financial performance or sales revenues, investors (experienced or not) can seek assurance through personal negotiations with the startup's founders. This relational work allows entrepreneurs to promote their company and convince potential investors of their managerial capacities. At the same time, investors can gain a deeper understanding of the concept in order to decide if it is worth investing in, and if the company's valuation is accurate.

While Investiere managers also view meetings as essential to negotiations, the calculative space mainly consists of the online environment. In this case, the valuation infrastructure is designed to encourage interactions between community investors on the one hand, and the fast-growing startup ecosystem on the other. The platform's sociotechnical devices (e.g. lists of followers, viewable advisors or reputable partners) facilitate the sharing of knowledge about new companies, their founders, concepts, partners, existing and potential customers, interested investors and their networks, etc. This shared (significant) knowledge helps investors to form an opinion of the company's value, by strengthening positive elements or, conversely, revealing weak points. The scope and impact of significant knowledge can partly

rely on substantive knowledge, which refers to content that is inherent in the concept (and may eventually be patented) and due diligence. This is unlike the c-crowd platform where most significant knowledge is shared OFF platform during investor events.

The c-crowd approach does not completely rely on shared knowledge, but rather interpersonal feelings in order to reduce the uncertainty generated by owned knowledge. On the other hand, the Investiere strategy builds on shared knowledge and the hierarchy of co-investors (status, reputation) within the community.

The singularization process is an integral part of the final (e)valuation. The two 'social proof' tests that form part of this process distinguish the Investiere approach. In the first test, new startups join the online space (ecosystem); the decision to continue the (e)valuation is based on the observable interest that the company attracts from community investors. The sociotechnical calculative devices (e.g. ranking) provided by platform help some companies to stand out from the rest. These companies are viewed as promising as a result of social approval.

The c-crowd process is different. First, the investment potential of a startup is evaluated by the platform's founders through standard due diligence and face-to-face negotiations. The startup cannot move into the online space until there is unanimous approval from the Board of Directors. Once online, the fundraising campaign can begin. C-crowd startups carry out intensive OFF platform relational work throughout the first financing round.

On the other hand, Investiere startups are subject to a second 'social proof' test. This is based on the following elements: the amount committed, and the number and quality of interested investors, partners and advisors, staff, etc. Other signs of quality such as sharing on social media (Twitter, Facebook, LinkedIn), reports and journal articles help investors form an opinion about a new investment proposal.

8.7.1. 'Social proof' and instrumentalization

The 'social proof' test described above implies that the decision of the Investiere team to work with a new company relies heavily on the interest the company is able to generate within the community of investors. It appears that some startups use the 'social proof' mechanisms provided by the platform strategically, in order to inflate the buzz around the company and influence its valuation. This statement is illustrated by the following example of a startup founder⁹⁴ who successfully executed a strategic 'social proof' plan that enabled his company to proceed to curation and due diligence.

⁹⁴ <https://www.linkedin.com/pulse/20140328151147-23292849-a-new-startup-financing-option-in-switzerland-investiere?trk=mp-reader-card>

His aim was to create rapidly-growing interest in his company in order to stand from the crowd and appear at the top of the most-followed startups in the Investiere ecosystem. His strategy unfolded in three steps. First, he emailed his professional contacts asking them to join Investiere and follow his company. After this first operation, the new company was ranked third in the list of most-followed startups. Second, he identified several ‘influencers’—the most reputable and followed community members—and sent them a carefully-prepared email designed to encourage them to follow his startup and thereby promote it within the community (and probably their private channels). He also emailed a targeted list of potential investors who he had identified through their profiles published on the platform. This step-by-step strategy created a buzz that attracted even more followers. The snowball effect was made possible through the platform’s sociotechnical devices (for example, community members are rapidly informed of any interest shown by leading investors in new companies). Finally, an email sent to Investiere’s founders was positively received, which was unsurprising considering the high level of interest generated by the company within only a few days. The entrepreneur was invited to meet the Investiere team in person in order to discuss conditions for further collaboration.

This use of the platform’s calculative devices to influence the startup’s (e)valuation calls for a reconsideration of the role and determinants of substantive and significant knowledge within the context of the crowdfunding platform. Unlike the traditional VC approach, where company value is assessed by a team of VC managers, the online platform environment is based on interactions between several categories of actors (entrepreneurs, investors, platform managers, industry experts), which can lead to tension between owned and shared knowledge. Taking the example of c-crowd, the process begins with a fairly traditional (e)valuation that forms the basis of the decision about whether it is worth moving to the (crowd)funding campaign.

On the Investiere platform, the (e)valuation model is based, first of all, on a shared opinion of the company’s potential that is gradually transformed into shared value, leading finally to a standard (e)valuation by experts. In this second case, significant knowledge (based on the reputation of those producing and sharing it) appears to take precedence over substantive knowledge (based on patent potential and due diligence). The Internet plays an essential role as it facilitates the dissemination of shared value, and can be used as an active marketing device to promote a new startup.

Figure 18. Comparison of the calculative space, type of knowledge and singularization process for Investiere and c-crowd

	Investiere	c-crowd
Calculative space	Mostly ON platform networking and relational work	Mostly OFF platform networking and relational work
Type of knowledge	Significant knowledge is shared by ON platform community members, which is combined with substantive knowledge owned by the startup's founder	Significant knowledge is shared through OFF platform networking, which is combined with substantive stabilized knowledge owned by the startup's founder
Singularization process	<ol style="list-style-type: none"> 1. Startups are registered on the platform and subject to an initial social proof test. 2. Curation and due diligence by the platform team. 3. The investment proposal is published on the platform and the fund raising campaign is launched. The second social proof test. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Standard due diligence by the platform's founders. 2. The investment proposal is published online. 3. The Equidam report is prepared. 4. Promotional activities based on OFF platform relational work throughout the fundraising campaign.

Source: the author

8.8. CONCLUSION

This paper has explored and shed light on the (e)valuation mechanisms implemented by new platforms for investing in innovative startups that have recently emerged. Case studies of the c-crowd and Investiere crowdinvesting platforms provided important insights related to how these company's construct and share value through the sociotechnical calculative devices provided by the environment and the community's social dynamics. However, the assumption that investment in startups has been democratized as a result of the low entry cost for small investors and their (e)valuation based on 'social proof' remains questionable. The newness of the crowdinvesting phenomenon, and the lack of research that specifically addresses the valuation of startup projects means that further investigation is necessary. This would provide more detail about the various approaches that are taken to valuation within different industries, or different crowdinvesting platforms. Furthermore, a deeper understanding and better contextualizing of startup valuation in an online environment could be gained by systematic research that takes into consideration the territorial characteristics of the actors involved in crowdinvesting activities.

EPILOGUE

HYSTÉRÉSIS INSTITUTIONNELLE « PAR LE HAUT » ET BLOCAGE DES RÉFORMES DE RÉGULATION DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE

Quelles sont donc les caractéristiques principales de la transition économique et financière après la grande crise de 2008 ? Dans une perspective « par le haut », le choix crucial consistait à adopter des réformes susceptibles d'enclencher par complémentarité une série d'effets dominos afin de consolider progressivement la maîtrise sur la finance et sa mise au service d'un mode de développement alternatif (Boyer, 2011). Or, force est de constater que la plupart des réformes de régulation du système financier qui ont été proposées ces dernières années ont tout simplement échoué. Fine and Hall (2012), soulèvent que, malgré la crise financière globale, une très faible émergence d'alternatives au régime néolibéral serait en lien avec le phénomène de financiarisation. Une partie de l'explication se trouve dans le fait que les réformes institutionnelles naissent des compromis politiques entre acteurs, représentants de l'industrie ou des parties politiques, ayant des motivations et des intérêts potentiellement divergents, voire conflictuels. D'origine conventionnelle, l'établissement de différents compromis menant aux changements institutionnels constitue donc un processus d'ajustement mutuel continu infléchi par des préoccupations multiples et inégalement distribuées (Hall et Thelen, 2009).

Quant à l'approche « par le bas », il peut s'avérer difficile d'innover et d'introduire de nouvelles technologies sur le marché dans un contexte d'institutions fortes et des relations de pouvoir associées à des structures économiques existantes (Bathelt and Glücker 2013). Alors que les institutions établies font référence à la stabilité et aux structures pré-existantes, les innovations impliquent et exigent même des changements institutionnels substantiels allant dans le sens de nouvelles stabilisations d'interactions. Dès lors, les innovations auraient plus de chances d'aboutir en étant introduites dans le contexte d'institutions existantes qui apporterait de la légitimité, mais aussi génèrerait des incitations pour modifier ces institutions (Ibid.).

TRANSITION « PAR LE BAS » ET NOUVEAUX ACTEURS DE L'ÉCONOMIE ET DE LA FINANCE

Aujourd'hui, il apparaît indéniable que le contexte socioéconomique est imprégné par le changement à toutes les échelles géopolitiques et dans toutes les sphères de la société. Tout particulièrement, le domaine de la finance a subi des remaniements importants après la crise financière globale de 2008, ces derniers ayant marqué une nouvelle ère des services financiers basés sur les nouvelles technologies Internet et la logique de décentralisation. En effet, alors que les grandes banques ont dû se concentrer sur la mise en œuvre de nouvelles exigences prudentielles en termes de ratios de fonds propres – entre 2009 et 2012 - qui ont

imposé une stricte séparation entre activités dites « spéculatives » et activités dites « commerciales » (ex. Bâle III, *Volcker* (Etats-Unis) ou *Vickers* (Royaume Uni)), de nouveaux acteurs *FinTech*⁹⁵ ont émergé et continuent de s'imposer en tant que nouveaux fournisseurs/intermédiaires de divers services financiers, dont le monopole appartenait jusqu'à présent à un petit cercle de grandes institutions financières et bancaires (de Vauplane, 2015). De plus, le développement fulgurant des technologies Internet issues de la révolution des communs numériques (Rifkin, 2014) a préparé un terrain fertile à l'apparition de nombreuses startups proposant des solutions innovantes sur le marché mondial des services financiers, assurés jusqu'alors par des grands acteurs de la finance. Cet essor d'une nouvelle génération de startups *FinTech* en Suisse peut d'ailleurs compter sur le soutien du législateur. En effet, l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) affiche désormais la volonté d'exploiter la marge de manœuvre, dont disposent les startups *FinTech* en termes de régulation, à leur avantage⁹⁶. Plus encore, le Conseil fédéral a récemment annoncé une prochaine création d'une « licence *FinTech* » destinée à des sociétés financières situées à un stade plus avancé que les startups, mais qui n'exercent pas une activité bancaire classique⁹⁷.

Cette récente émergence de nouveaux modèles de financement/investissement plus ou moins disruptifs issus de la révolution digitale, leur développement fulgurant soutenu par l'État et leur coexistence actuelle avec des formes traditionnelles de la finance témoignent, à nos yeux, des prémices d'un changement institutionnel en cours. La présente thèse s'est donc attachée à saisir et à interpréter les dynamiques et les éléments constitutifs de ce changement, sur le territoire de la Suisse, en s'appuyant sur les exemples emblématiques des plateformes de *crowdfunding* d'une part, et des acteurs traditionnels de la finance directe, à savoir les sociétés de capital-risque et les clubs des *business angels*, d'autre part. Des études de cas comparatives ont permis de mettre en évidence les particularités d'une nouvelle approche de la gestion de l'incertitude, à savoir un nouveau dispositif sociotechnique d'(é)valuation de projets d'investissement, sous l'angle de l'approche territoriale.

En outre, le contexte actuel étant également marqué par les aspirations de l'économie et de la société à la responsabilité économique, environnementale et sociétale, cette thèse s'est

⁹⁵ La plateforme *FinTech Switzerland* (fintechnews.ch), créée en septembre 2015 et dédiée au domaine des nouvelles technologies dans la finance définit les *FinTech* comme suit: "*Financial technology, also known as FinTech, is an economic industry composed of companies that use technology to make financial services more efficient. Financial technology companies are generally startups founded with the purpose of disrupting incumbent financial systems and corporations that rely less on software. Top popular FinTech topics are Mobile Payments/Transfer, Blockchain/Bitcoin, InsurTech, Crowdfunding, Lending, Personal Finance and Online Wealth Management.*"

⁹⁶ « La Finma est prête pour la fintech », *Le Temps*, jeudi 15 septembre 2016

⁹⁷ « Berne abaissera les barrières à l'entrée pour les fintech », *Le Temps*, mercredi 2 novembre 2016

intéressée à la manière dont l'industrie financière s'inscrit dans la transition vers une économie plus durable et responsable. Les deux phénomènes conjoints, à savoir la perte de confiance envers le système financier après la crise et les efforts de relégitimation de la finance de marché aux yeux des investisseurs et de l'opinion publique, nous ont amenés à étudier les mécanismes de construction sociale de la « valeur durable » par l'industrie financière. Appréhendée dans une perspective territoriale, l'approche de la durabilité, spécifique à la finance de marché, s'est révélée davantage centrée sur les processus de « validation sociale » des stratégies de placement « durables » que sur l'(é)valuation pertinente et contextualisée des activités économiques réelles en raison d'une coupure au contexte territorial dans lequel opèrent les entreprises cotées financées par les fonds ISR.

Un regard rétrospectif sur le travail de recherche non-linéaire réalisé dans le cadre de cette thèse a permis de mettre en évidence une démarche particulière de mobilisation combinatoire de différentes approches théoriques, conceptuelles, analytiques et méthodologique pour étudier les processus de la transition. Au départ, motivée par l'objectif de comprendre l'implication des pressions exercées par le paysage englobant (perte de légitimité du système financier, aspirations à la responsabilité, etc.) sur le changement du régime sociotechnique en place (reconfiguration des circuits d'investissement), une démarche empirique a été menée à deux échelles (« *par le haut* » et « *par le bas* ») à des moments différents. Une telle approche empirique qualitative focalisée sur la collecte de données primaires (entretiens et observations participantes) et sur l'identification et l'interprétation des « *signaux faibles* » a permis de saisir les tendances du changement en amont de l'émergence des innovations financières de niche. Par la suite, des études de cas de plateformes de *crowdfunding*⁹⁸, ainsi que des études comparatives avec des modèles de financement traditionnels (capital-risque)⁹⁹ ont contribué à mettre en lumière l'impact potentiel de ces innovations sur le régime en place. Finalement, une méta-analyse des résultats obtenus concrétise cette nouvelle approche de compréhension et d'interprétation des processus de transition caractérisés par des dynamiques de transformation, d'hystérésis, d'adaptation, de coexistence, etc. Enfin, décrypter la transition aujourd'hui implique de prendre en considération le caractère ambivalent du paysage englobant, dont les pressions sur le régime dominant sont partagées entre l'appel à la responsabilité et à la durabilité, d'une part, et la tendance toujours plus forte à la financiarisation, inspirée de l'idéologie néolibérale du régime en place.

Les nouvelles pistes de recherche à explorer dans le domaine de la transition de la finance se situent actuellement au croisement de la transition numérique et du potentiel qu'elle

⁹⁸ Articles 2 et 3

⁹⁹ Article 2

représente pour le développement des modèles d'affaires innovants qui dessinent les contours d'une nouvelle forme du capitalisme, le « capitalisme des plateformes » (Langley and Leyshon, 2016).

En effet, à part le développement rapide d'un écosystème de startups *FinTech*, ces dernières années ont vu l'émergence de nouvelles applications basées sur les technologies *blockchain* (ex. plateforme *Ethereum*¹⁰⁰). Ces dernières sont pressenties comme étant capables de provoquer des changements de rupture dans le domaine des services financiers, et plus généralement, de remettre en question les modèles d'affaires et l'organisation des entreprises dans de multiples secteurs économiques.

Par ailleurs, de futures recherches sur la transition dans le domaine de la finance devraient s'attacher à explorer les enjeux socio-économiques et politiques de la création et de la mise en circulation de nouvelles formes de monnaie. A l'intersection des technologies numériques et des initiatives de niches, l'essor de multiples types de monnaies complémentaires (p.ex. locales, régionales, digitales) soulève de nouvelles interrogations sur les interactions et l'entraînement réciproque entre des circuits de paiement alternatifs et les circuits d'investissement conventionnels, dans une optique de reconfiguration de ces derniers à différentes échelles spatiales et institutionnelles.

Les recherches à venir seraient donc amenées à relever le triple défi qui consisterait, à notre avis, à (1) identifier et interpréter les « signaux faibles » des changements potentiels initiés par des innovations de niche ; (2) explorer et comprendre les enjeux sociaux, économiques et politiques des transformations en cours ; (3) dans une approche transversale et multi-échelle, il s'agirait de rendre compte de l'impact de ces nouveaux processus de stabilisation (ou non) sur le régime institutionnel dominant.

¹⁰⁰ *Ethereum* est une plateforme décentralisée pour la création et la mise en œuvre des contrats intelligents (*smart contracts*). Ces applications fonctionnent avec la technologie *blockchain*, une puissante infrastructure globale partagée et distribuée, destinée à transférer les valeurs et à certifier la propriété (<https://www.ethereum.org/>).

BIBLIOGRAPHIE

- Aalbers M.B. (2008). The financialization of home and the mortgage market crisis. *Competition & Change* 12(2): 148–166.
- Aalbers M.B. (2009). The sociology and geography of mortgage markets: reflections on the financial crisis. *The International Journal of Urban and Regional Research* 33: 281–290.
- Aglietta M. (2010). *La Crise. Les voies de sortie*. Michalon : Paris
- Agrawal A., Catalini C. and Goldfarb A. (2014). Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. No. 1770375. *SSRN Working Paper*.
- Ahlers G.K.C., Cumming D., Günther Ch., and Schweizer D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39: 955–980. doi: 10.1111/etap.12157
- Alberola E. et Giamporcaro-Saunière S. (2006). Les agences d'analyse et de notation extra-financière : quels services pour quels investisseurs ? *Revue d'économie financière*, Sept. n°85: 171-189
- Araujo P. (2015). Dynamique territoriales de l'innovation financière : le cas de la finance durable à Genève. Kebir L. et al. (Eds.) *Innovation, Sustainability and Regional Development*. Northampton: Edward Elgar publishing (à paraître).
- Arjaliès D.-L. (2010). A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered, *Journal of Business Ethics* 92: 57-78.
- Barman E. (2015). Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing. *Valuation Studies* 3(1): 9–44
- Battilana J., Leca B. and Boxenbaum E. (2009). 2 How Actors Change Institutions: Towards a Theory of Institutional Entrepreneurship, *The Academy of Management Annals* 3(1):65-107
- BBVA Research (2015). Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era, *Digital Economy Watch*. Available at: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch1.pdf
- Beckert J. and Aspers P. (2011). Value in Markets. In: Beckert J., and Aspers P. (eds) *The Worth of Goods: Valuation & Pricing in the Economy*. New York: Oxford University Press: 3–38.
- Belleflemme P., Lambert T. and Schwienbacher A. (2014). Crowdfunding : Tapping the right crowd, *Journal of Business Venturing* 29 (5): 585-609 DOI: [10.1016/j.jbusvent.2013.07.003](https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003)

- Benchemam F. et Chambost I. (2010). Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation. *Economies&Sociétés* 44 (11)
- Bessy C. and Chauvin P.-M. (2013). The Power of Market Intermediaries: From Information to Valuation Processes. *Valuation Studies* 1 (1): 83–117.
- Bieri D. S. (2015). Crowdfunding the City: The End of 'Cataclysmic Money'? *SSRN Working paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2684923>
- Bodet C. et Lamarche T. (2012). Du rapport de développement durable au rapport CHSCT : tension sur l'expertise sociale dans l'entreprise. *La souffrance au travail. Quelle responsabilité de l'entreprise ?*, Bardelli P., Allouche J. et Colin A. (Eds.), Recherches, Paris: 103-120
- Boidin B. et Zuideau B. (2006). Socio-économie de l'environnement et du développement durable : états des lieux et perspectives, *Mondes en développement* 34 (135): 7-37.
- Boidin B., Postel N. et Rousseau S. (2009). *La responsabilité sociale des entreprises: une perspective institutionnaliste*. Villeneuve d'Ascq: Presses universitaires de Septentrion.
- Boisnier C. (2010). Financiarisation de la ville et développement urbain durable : le cas des sociétés foncières cotées en France. Papier de conférence : Ecole thématique internationale CNRS "Controverses" 2010 « *Le marché fait-il la ville ?* » Septembre, Aussois, France.
- Boltanski L. et Thévenot L. (1991). *De la Justification, les économies de la grandeur*, Paris: Gallimard.
- Boltanski L. et Chiapello E. (1999). *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris: Gallimard.
- Bonnet C. (2012). *Finance Entrepreneuriale. Financer la création et la croissance de l'entreprise innovante*. (Economica)
- Boutaud A. (2005). *Le Développement Durable : penser le changement ou changer le pansement*, Thèse de l'Ecole nationale des Mines supérieures et de l'Université Jean Monnet à St-Etienne.
- Boyer R. (2003). Les institutions dans la théorie de la régulation. *Cahiers d'économie politique/Papers in Political Economy* (1): 79-101.
- Boyer R. (2004). « *IV / Une théorie des crises* », *Théorie de la régulation*, Paris : La Découverte, «Repères»
- Boyer R. (2011). *Les financiers détruiront-ils le capitalisme ?*, Economica : Paris

- Branche R., Cottet J.-P., Fessard J. et Lucquin D. (2012). Choisir son cap dans l'incertitude. *Le journal de l'école de Paris du management* 2012/4 (96): 8-15. DOI : 10.3917/jepam.096.0008
- Brenner N., Peck J. and Theodore N. (2010). Variegated neoliberalisation: geographies, modalities, pathways. *Global Networks* 10 (2): 182-222
- Callon M., Méadel C. et Rabeharisoa V. (2000). L'économie des qualités. *Politix* 13 (52): 211-239.
- Callon M. and Muniesa F. (2005). Peripheral Vision: Economic Markets as Calculative Collective Devices. *Organization Studies* 26(8): 1229–1250.
- Capelle-Blancard G. et Giamporcaro-Saunière S. (2006). L'investissement socialement responsable. *Cahiers Français*, 331: 70-88.
- Capelle-Blancard G. et Monjon S. (2014). The performance of socially responsible funds: does the screening process matter? *European Financial Management*, 20 (3): 494-520.
- Capron M. et Quairel-Lanoizelée F. (2004). *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, Paris : La Découverte : Paris
- Capron M. et Quairel-Lanoizelée F. (2007). *La responsabilité sociale d'entreprise*, La Découverte : Paris
- Chavance B. (2012). *L'économie institutionnelle*. La Découverte : Paris
- Chemmanur T. J. and Fulghieri P. (2014). Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research. *Review of Financial Studies. Special Issue: Entrepreneurial Finance and Innovation* 27: 1-19
- Coakley J. (1994). The integration of property and financial markets. *Environment and Planning A* 26: 697-713.
- Coenen L., Bennenworth P. and Truffer B. (2012). Towards a special perspective on sustainability transitions. *Research Policy* 41: 968-979
- Colombo M. G., Franzoni C. and Rossi-Lamastra Ch. (2014). Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice (ET&P)* 39 (1): 75–100
- Comtesse X. and Zinkl W. (2013). The Health of Swiss Innovation. Success factors for an innovative Switzerland. Ed A Suisse (Avenir Suisse)

- Cooke P., Asheim B., Boschma R., Martin R., Schwartz D., Tödtling F. (2011). Introduction to the Handbook of Regional Innovation and Growth, in *Handbook of Regional Innovation and Growth* (Edward Elgar):1-23
- Corpataux J. et Crevoisier O. (2012). Gouvernance d'entreprise et mobilité/liquidité du capital: quel ancrage territorial dans une économie financiarisée? *Géographie, économie, société* 13(4): 387-411.
- Corpataux J., Crevoisier O. and Theurillat T. (2009). The Expansion of the Finance Industry and its Impact on The Economy: a Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds, *Economic Geography* 85 (3): 313-334.
- Cresswell J. (2007). *Qualitative inquiry and reseach design : choosing among five approaches*, 2nd Edition, Thousand Oaks : Sage.
- Crevoisier O. and Jeannerat H. (2009). Territorial Knowledge Dynamics: From the Proximity Paradigm to Multi-location Milieus. *European Planning Studies* 17 1223 – 1241
- Crevoisier O. (2010). La pertinence de l'approche territoriale. *Revue d'économie régionale et urbaine* 5 : 969-985
- Crevoisier O., Theurillat T. et Araujo P. (2011). Les territoires de l'industrie financière: quelles suites à la crise de 2008-2009? *Revue d'économie industrielle*, 134: 133-158.
- Crevoisier O. 2016. The Economic Value of Knowledge: Embodied in Goods or Embedded in Cultures? *Regional Studies* 50(2): 189-201 (Special issue: From 'Territorial Innovation Models' to 'Territorial Knowledge Dynamics')
- Crifo P. et Mottis N. (2013). L'ISR à la recherché de nouveaux élans? *Revue française de gestion* 236: 69-77.
- Croce A, Marti J. and 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 (4): 489–510
- Crowdfunding Industry Report (2012). Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms, Los Angeles, California: Crowdsourcing LLC: 1-30
- CTI (2011). CTI Activity Report 2011, Ed S C f T a Innovation
- Cunha (da) A. (2003). *Le développement durable: une éthique du changement, un concept intégrateur, un principe d'action*. Observatoire de la ville et du développement durable- Institut de géographie Université de Lausanne.

- David L. and Halbert L. (2013). Finance capital, actor network theory and the struggle over calculative agencies in the business property market in Mexico City Metropolitan Region. *Regional Studies* 48(3): 516-529.
- Demaria C. (2004). *Développement durable et finance*. Editions Maxima.
- Demaria C. (2012). Le *private equity* suisse : acteurs, investisseurs et performances. En collaboration avec M. Pedergrana, SECA, 2^e édition.
- Denzin N. K. (1978). *The research act: a theoretical introduction to sociological methods*, New York: McGraw-Hill.
- Dewey J. (1939). Theory of Valuation, *International Encyclopedia of Unified Science*, 11(4): 1–67.
- Dixon A. (2011). Variegated capitalism and the geography of finance: towards a common agenda. *Progress in Human Geography* 35: 193-210.
- Dockès P. (1998). La nouvelle économie « institutionnelle », l'évolutionnisme et l'histoire. *Revue européenne des sciences sociales* 36(110). Le changement dans les sciences de la société : IIIe Séminaire interdisciplinaire du Groupe d'Etudes « Raison et rationalités »: 77-96, URL : <http://www.jstor.org/stable/40370262>
- Drouin J.-C. (2012). Joseph Aloïs Schumpeter, théoricien de l'innovation et des cycles (8). In *Les grands économistes*, par Drouin J.-C., Presses Universitaires de France :93-102
- Dubocage E. (2006). L'évaluation de la « start-up » par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme. *Vie & sciences de l'entreprise* 4 (N°173): 9-18
- Engelen E., Konings M. and Fernandez R. (2010). Geographies of financialization in disarray: the Dutch case in comparative perspective. *Economic Geography* 86 (1): 53-73.
- Ernst&Young (2013), "Turning the corner. Global venture capital insights and trends ", Ed E Young
- Ethos (2007). *Reporting environnemental et social des sociétés suisses*. Etude Ethos : http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p159f_070119_Etude_Ethos_Reporting_environnemental_et_social_des_socits_suissees.pdf
- Eurosif (2014). *European SRI Study 2014*, Ed E A.I.S.B.L. URL: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>
- Evans J. and Jones P. (2008). Rethinking sustainable urban regeneration: ambiguity, creativity, and the shared territory. *Environment and Planning A* 40: 1416-1434.

- Evans D. S., Schmalensee R. et al. (2011). *Platform Economics: Essays on Multi-Sided Businesses*. David S. Evans, ed., Competition Policy International (CPI)
- Evans D. S. (2013). Economics of Vertical Restraints for Multi-Sided Platforms. *University of Chicago Institute for Law & Economics Olin Research Paper*
- Fagerberg J. (2005). Innovation. A guide to the literature, in *The Oxford Handbook of Innovation* Ed D C M Jan Fagerberg, Richard R. Nelson (Oxford University Press)
- Favereau O. and Lazega E. (2002). *Conventions and structures in economic organization: Markets, networks, and hierarchies*. Edward Elgar publishing.
- Fernandez R. and Aalbers M. C. (2016). Financialization and housing: between globalization and varieties of capitalism. *Competition and Change* 20(2): 71-88
- Festel G., Wurmseher M. and Cattaneo G. (2013). Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies, *International Journal of Business* 18: 216-231
- Fine B. and Hall D. (2012). Terrains of Neoliberalism: Constraints and Opportunities for Alternative Models of Service Delivery. In: McDonald, David and Ruiters, Greg, (eds.), *Alternatives to Privatization: Public Options for Essential Services in the Global South*. London: Routledge; Pretoria: HSRC: 45-70
- Fine B. (2012). Neoliberalism in Retrospect? It's Financialisation, Stupid. In *Developmental Politics in Transition: The Neoliberal Era and Beyond*. Edited by Chang Kyung-Sup, Ben Fine and Linda Weiss. Palgrave Macmillan: New York: 51-69
- Flick U. (1992). Triangulation revisited : strategy of validation or alternative, *Journal for theory of social behaviour*, 22(2): 175-197.
- Frydrych D., Bock A. J., Kinder T. and Koeck B. (2014). Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. *Venture Capital* 16(3): 247–269.
- Gabriel P. et Gabriel P. (2004). Diffusion du développement durable dans le monde des affaires, *Revue française de gestion* 5: 199-213.
- Geels F. W. (2011). The multi-level perspective on sustainability transitions: Responses to seven criticisms. *Environmental Innovation and Societal Transitions* (1): 24-40
- Gilson R.J. (2003). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, *Stanford Law Review* 55(4) : 1067-1103
- Giraud P.-N. (2008). Quelques hypothèses sur la finance moderne. *Regards croisés sur l'économie* 1(3):10-19, DOI: 10.3917/rce.003.0010

- Gollier C. (2012). Finance durable et investissement responsable, *IRES, regards économiques*, no 99: 7-19.
- Gompers P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics* 42: 133–156
- Gompers P. A. and Lerner J. (1999). What drives Venture Capital fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics: 1998*
- Grandin P. et Saidane D. (2011). *La finance durable : une nouvelle finance pour le XXI^e siècle?* Paris: la Revue Banque
- Guidici G., Guerini M. and Rossi Lamastra C. (2013). Why crowdfunding projects can succeed: the role of proponents' individual and territorial social capital. *SSRN Electronic Journal*. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2255944>
- Guironnet A., Attuyer K. and Halbert L. (2016). Building cities on financial assets: The financialization of property markets and its implications for city governments in the Paris city-region. *Urban Studies* 53(7), Doi: 10.1177/0042098015576474
- Hagedorn A. and Pinkwart A. (2013). Crowdfunding as a Financing Instrument for Startups in Germany. A Critical Platform Analysis. *HHL Working Paper N°120*
- Hagerman L., Clark G.L. and Hebb T. (2007). Investment intermediaries in economic development: Linking public pension funds to urban revitalisation. *Community Development Investment Review* 3: 45–65.
- Harribey J. M. (1998). *Le développement soutenable*, Paris : Economica.
- Harribey J. M. (2003). Le régime d'accumulation financière est insoutenable socialement et écologiquement, in *Harribey J.M. and Löwy M. (coordinateurs). Le capital contre nature*, Paris : PUF, Actuel Marx : 109-121.
- Harris R. S., Jenkinson T. and Kaplan S. N. (2012). Private Equity Performance: What Do We Know? *NBER Working Paper* No. 17874
- Harrison R. (2013). Crowdfunding and the revitalisation of the early stage risk capital market: catalyst or chimera? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 15: 283-287
- Hayek F. (1973). *Droit, législation et liberté*. Vol. 1. Règles et ordres. PUF : Paris (Ed. 1995)
- Hebb T., Hamilton A. and Hachigian H. (2010). Responsible Property Investing in Canada: Factoring Both Environmental and Social Impacts in the Canadian Real Estate Market. *Journal of Business Ethics* 92: 9-115.

- Hellmann T. and Puri M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *The Review of Financial Studies* 13: 959-984
- Hirschman A. (1986). Défection (exit) et prise de parole (voice): l'état du débat, in Hirschman A. (Eds.). *Vers une économie politique élargie*, Paris : Ed. de Minuits: 57-87.
- Hornuf L. and Schwienbacher A. (2016). Crowdfunding – Angel Investing for the Masses? Chapter 15 In *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*: 381–398
- Hu B. and Zheng L. (2016). Digital Finance: Definition, Models, Risks, and Regulation, in *Development of China's Financial Supervision and Regulation*, Hu B. et al. (eds.), Palgrave Macmillan : New York
- Huguenin A. (2012). La loyauté dans la gouvernance d'entreprise : le cas d'une filière de placement des caisses de pension suisses. *Mémoire de master*, Université de Neuchâtel.
- Hutter M. and Stark D. (2015). Pragmatist Perspectives on Valuation: An Introduction. In *Moments of Valuation: Exploring Sites of Dissonance*
- Ibrahim D. M. (2016). Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? *Minnesota Law Review* 561
- InfoDev (2013). Crowdfunding's Potential for the Developing World. World Bank. Available at: http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf
- Ingham M. (2011). *Vers l'innovation responsable: Pour une vraie responsabilité sociétale*. De Boeck Supérieur.
- Jeannerat H. and Crevoisier O. (2011). Non-technological innovation and multi-local territorial knowledge dynamics in the Swiss watch industry. *International Journal of Innovation and Regional Development* 3 (1): 26-44.
- Jeannerat H. (2013). Staging experience, valuing authenticity: Towards a market perspective on territorial development. *European urban and regional studies* 20(4): 370-384.
- Jonas H. (1990). The consumer's responsibility In: Ofsti A, ed. *Ecology and ethics*. Melbu: Nordland Akademi.
- Julien P.-A. et St-Pierre J. (2012). Entrepreneur, incertitude et information: un essai d'application, in 11^è *CIFEPME (Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME)* (Brest)
- Keynes J. M. (1936). *The general theory of employment, money and interest*. The Collected Writings, 7. London: Macmillan

- Ki M. H. (2012). Wilson Fred: What crowdfunding means for the VC business. GIGAOM. <https://gigaom.com/2012/05/08/fred-wilson-what-crowdfunding-means-for-the-vc-business/>
- Kim K. and Viswanathan S. (2014). The Experts in the Crowd: The Role of Reputable Investors in a Crowdfunding Market, *SSRN Electronic Journal*. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2258243>
- Klöhn L. and Hornuf L. (2012). Crowdfunding in Deutschland. Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven. *Journal of Banking Law and Banking (JBB)* 14 August 2012: 237-266
- Knight F. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Houghton Mifflin
- Kollmann T., Kuckertz A. and Middelberg N. (2011). Antecedents of Venture Capital fundraising success - the importance of track record, trust and perceived controllability (Summary). *Frontiers of Entrepreneurship Research* 31
- Kortleben H. and Vollmar B. (2012). Crowdfunding: Eine Alternative in der Gründungsfinanzierung?. *PFH Forschungspapiere/Research Papers* No. 2012/06
- Kotz D. M. (2011). Financialization and Neoliberalism, in *Relations of Global Power: Neoliberal Order and Discord*, by Gary Teeple and Stephen McBride (eds), Toronto: University of Toronto Press.
- Krueger R. and Agyeman J. (2005). Sustainability Schizophrenia or « Actually Existing Sustainabilities?» toward a Broader Understanding of the Politics and Promises of Local Sustainability in the US. *Geoforum* 36 (4): 410-417.
- Krueger R. and Gibbs D. (2007). *The sustainable paradox: urban political economy in the United States and Europe*. Guilford Press.
- Laganier R., Villalba B. et Zuideau B. (2002). Le développement durable face au territoire: éléments pour une recherche pluridisciplinaire. *Développement durable et territoires*, Dossier 1, DOI : 10.4000/developpementdurable.774
- Lamarche T. (2009). Les nouvelles institutions de la « mesure » de la RSE entre communication et évaluation. *Revue de l'organisation responsable* 4(2): 4-18.
- Large D. and Muegge S. (2008). Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research, *Venture Capital* 10(1): 21-53
- Langley P. and Leyshon A. (2016). Platform capitalism: The intermediation and capitalisation of digital economic circulation, *Finance and Society*: 1-21

- Ledgerwood J. (1998). *Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective* (World Bank)
- Livi C., Jeannerat H. et Crevoisier O. (2015). L'industrie photovoltaïque de Suisse occidentale: un «milieuvaluateur» multi-local. *Innovations* 46 (1): 89-113.
- Lordon F. (2008). *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*. Editions Raisons d'agir.
- Louche C. and Hebb T. (2014). Socially Responsible Investment in the 21st Century: Does it Make a Difference for Society?, in *Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability*, Ed Emerald: 275-297
- Maillat D., Quévit M. and Senn L. (1993). *Réseaux d'innovation et milieu innovateurs: un pari pour le développement régional*. Neuchâtel: GREMI/EDES.
- Malerba F. (1992). Learning by Firms and Incremental Technical Change. *The Economic Journal* 102: 845-859
- Manchanda K. and Muralidharan P. (2014). Crowdfunding: A New Paradigm in Start-up Financing. *Global Conference on Business & Finance Proceedings*, Vol.9(1)
- Maréchal J.-P. (2005). *Le développement durable: Une perspective pour le XXI^e siècle*. Presses universitaires de Rennes
- Markowitz H. (1959). *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments*, London: J. Wiley.
- Martin R., Berndt C., Klagge B. and Sunley P. (2005). Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: evidence from Germany and the United Kingdom. *Environment and Planning A* 37: 1207-1231
- Mason C. M. and Harrison R. T. (1991). Venture capital, the equity gap and the “north-south divide” in the United Kingdom, in *Venture Capital: International comparisons* Ed M B Green, London: Routledge : 202-247
- Mason C. M. and Harrison R. T. (2002). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing* 17: 211–236
- Mason C. M. and Stark M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal* 22: 227-248
- Mason C. M. (2007). Venture capital: A geographical perspective, in *Handbook of Research on Venture Capital* Ed H Landström (Edward Elgar Publishing)

- Mason C. M. (2009). Venture capital in crisis?, *Venture capital*, 11(4): 279-285
- Metrick A. and Yasuda A. (2011). *Venture Capital & the Finance of Innovation* (John Wiley & Sons, Inc.)
- Mollick E. R. and Nanda R. (2015). Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. *Management Science*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2443114>
- Moritz A. and Block J. H. (2013). Crowdfunding und Crowdinvesting: State-of-the-Art der wissenschaftlichen Literatur (Crowdfunding and Crowdinvesting: A Review of the Literature). *SSRN Working paper* June 4, 2013
- Mortier G. (2013). *Finance éthique: le grand malentendu*, FYP, France.
- Moureau N. et Rivaud-Danset D. (2004). *L'incertitude dans les théories économiques*. La Découverte : Paris
- Munck (de) J. and Zimmermann B. (2015). Evaluation as Practical Judgment. *Human Studies* 38 (1): 113–135
- Muniesa F., Millo Y. and Callon M. (2007). An introduction to market devices. *The Sociological Review* 55: 1–12. doi: 10.1111/j.1467-954X.2007.00727.x
- Muniesa F. et Callon, M. (2009). La performativité des sciences économiques. *Traité de sociologie économique, Paris, PUF Quadrige*: 303-338.
- Muniesa F. (2011). A flank movement in the understanding of valuation. *The Sociological Review* 59(s2): 24–38.
- Novethic (2014). *Réconcilier investissement responsable et gestion indicielle*, Novethic Research.
- O'Brien R. (1992). *Global Financial Integration: The End of Geography*. Londres: Royal Institute of International Affairs
- Orléan A. (2011). *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*. Paris : Le Seuil
- Orléan A. et Diaz-Bone R. (2013). Entretien avec André Orléan. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*
- ORSE (2012). *Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale*, URL : http://www.orse.org/guide_des_organismes_d_analyse_sociale_et_environnementale-52-246.html
- Peck, J. and Theodore N. (2007). Variegated capitalism, *Progress in Human Geography* 31: 731–72.

- Pesqueux Y. (2011). La responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) comme discours ambigu, *Innovations* 34: 37-55
- Postel N. et Rousseau S. (2008). RSE et éthique d'entreprise : la nécessité des institutions, *Management* 2(11) : 137-160. DOI : 10.3917/mana.112.0137
- Rainelli-Le Montagner H. (2003). *Nature et fonctions de la théorie financière: quelques réflexions*, Paris : Presses universitaires de France.
- Rice M. P., Colarelli O'Connor G., Leifer R., McDermott C. M. and Standish-Kuon T. (2000). Corporate Venture Capital Models for Promoting Radical Innovation. *Journal of Marketing Theory and Practice* 8: 1-10
- Rifkin J. (2014). The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things. *The Collaborative commons, and the Eclipse of Capitalism*, London: Palgrave Macmillan Trade.
- Rossel P. (2009). Weak signals as a flexible framing space for enhanced management and decision-making. *Technology Analysis & Strategic Management* 21(3): 307-320
- Sachs I. (1998). *L'écodéveloppement*, Paris : Syros.
- Salomon V. (2016). "Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdinvesting platforms in Switzerland." *Venture Capital* 18 (1): 21-41.
- Sassen S. (1991). *The global city*, Princeton: Princeton University Press.
- Sassen S. (2010). The Global Inside the National: A Research Agenda for Sociology, in *Sociopedia.isa* (International Sociological Association)
- Schumpeter J. A. (1934). *The Theory of Economic Development: an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. New Brunswick, New Jersey. Translated from the 1911 original German, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*.
- Schumpeter J. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper and Brothers
- Sébastien L. et Brodhag C. (2004). A la recherche de la dimension sociale du Développement Durable, *Développement Durable et Territoires* (en ligne), dossier 3 : les dimensions humaines et sociales du Développement Durable.
- SECA (2013). SECA Yearbook 2013, Ed S P E C F Association (Swiss Private Equity & Corporate Finance Association)
- SECO (2012). Le capital-risque en Suisse, in *Rapport du Conseil fédéral* (State Secretariat for Economic Affairs SECO)

- Simon P. (2013). *The Age of the Platform. How Apple, Facebook and Google have redefined Business* (Motion Publishing)
- Smith A. and Raven R. (2012). What is protective space ? Reconsidering niches in transitions to sustainability, *Research Policy* 41: 1025-1036
- Stake R.E. (2005). Qualitative case studies, in Denzin, Norman K. & Lincoln, Yvonna S. (eds), *The Sage Handbook of Qualitative Research*, Third Edition, London: Sage Publication Ltd.: 443-465.
- Swisscanto (2012). *Les caisses de pension suisses 2012*, Swisscanto Asset Management SA
- Tellis W. M. (1997). Application of a Case Study Methodology. *The Qualitative Report*, 3(3): 1-19. Retrieved from <http://nsuworks.nova.edu/tqr/vol3/iss3/1>
- Teten D. and Farmer C. (2010). Where Are the Deals? Private Equity and Venture Capital Funds' Best Practices in Sourcing New Investments . *The Journal of Private Equity* 14: 32-52
- Theurillat T., Corpataux J. and Crevoisier O. (2008). The impact of institutional investors on corporate governance: A view of Swiss pension funds in a changing financial environment. *Competition & Change* 12 (4): 307-327.
- Theurillat T. (2009). Le développement durable: un antidote à la crise financière?, *Revue économique et sociale* 67: 167-172.
- Theurillat T., Corpataux J. and Crevoisier O. (2010). Property sector financialisation: the Case of Swiss Pension Funds (1992-2005). *European Planning Studies* 18: 189-212
- Theurillat T. (2011). La ville négociée : entre financiarisation et durabilité, *Géographie, Economie et Société* 13 (3): 225-254.
- Theurillat T. et Crevoisier O. (2012). Une approche territoriale de l'industrie financière. In *Finanza e territorio: dialogo senza confini*: 49-73. Rome: Aracne.
- Theurillat T., Crevoisier O. and Corpataux J. (à paraître) "The territorial governance of the finance industry", in Martin R. and Pollard J. (Eds), *Handbook of the geographies of money and finance*, London : Edward Elgar Publishers.
- Theurillat T. and Crevoisier O. (2013). The sustainability of a financialized urban megaproject: the case of Sihlcity in Zurich, *International Journal of Urban and Regional Research* 37 (6): 2052-2073.
- Theys J. (2002). L'approche territoriale du développement durable, condition d'une prise en compte de sa dimension sociale, *Développement durable et territoires*, Dossier 1 :

approches territoriales du développement durable, DOI :
10.4000/developpementdurable.774

- Theys J. (2008). Le développement durable : une innovation sous-exploitée, Smouts M-C (dir), *Le développement durable, les termes du débat*, 2^{ème} édition, Paris : Armand Colin.
- Theys J. (2014). Le développement durable face à sa crise : un concept menacé, sous exploité ou dépassé, *Développement durable et territoires* 5(1), DOI: 10.4000/developpementdurable.10196
- Tomczak A. and Brem A. (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 15: 335-359
- Tushman M. L. and Nelson R. R. (1990). Introduction: Technology, Organizations and Innovation. *Administrative Science Quarterly* 35: 1-8
- Tyejee T. T. and Bruno A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science* 30: 1051–1066
- Utz, Sonja. 2015. "Is LinkedIn making you more successful? The informational benefits derived from public social media." *new media & society*: 1–18, DOI: 10.1177/1461444815604143
- Vatin F. (2013). Valuation as Evaluating and Valorizing. *Valuation Studies* 1: 31-50
- Vauplane (de) H. (2015). Les nouveaux acteurs de la finance, *Revue d'économie financière* 2(118): 27-35
- Vivien F.-D. (2005). *Le développement soutenable*, Paris : La Découverte.
- Voss J.-P., Smith A. and Grin J. (2009). Designing long-term policy: rethinking transition management, *Policy Sci* 42: 275-302
- Weber B and Weber C. (2007). Corporate venture capital as a means of radical innovation: Relational fit, social capital, and knowledge transfer. *Journal of Engineering and Technology Management* 24: 11-35
- Yin R.K. (2009). *Case Study Research. Design and Methods*. Fourth Edition. Sage: Thousand Oaks.
- Zacharakis A. and Shepherd D. A. (2007). The pre-investment process: Venture capitalists' decision policies, in *Handbook of Research on Venture Capital* Ed H Landström (Edward Elgar): 177-192

Zelizer V. A. (2012). How I became a relational economic sociologist and what does that mean? *Politics & Society* 40 (2): 145–174.

Zuindeau B. (2000). *Développement durable et territoire*, Villeneuve d'Ascq: Presse Universitaires du Septentrion.

Zuindeau B. (2005). *Le développement durable: Une perspective pour le XXIe siècle*, Sous la direction de J-P Maréchal et B. Quenault, Rennes : Presses universitaires de Rennes, *Développement durable et territoires. Économie, géographie, politique, droit, sociologie*.

ANNEXES

ANNEXE 1 : INSTRUMENTS D'INVESTISSEMENT « HYBRIDES » COMME TRANSITION VERS LES PLATEFORMES DE CROWDINVESTING

Inscrite dans une démarche de recherche particularisante (Crevoisier 1999), l'approche de l'observation des signaux faibles de la transition impliquait de s'approprier un questionnement préliminaire, notamment celui de l'incertitude, qui était appelé à être discuté, re-questionné et commenté en partant de l'observation d'un phénomène social spécifique. Une étude de cas est donc perçue ici comme une « opportunité d'apprentissage », c'est-à-dire qu'elle est guidée par la question de ce qui peut être appris à partir d'un cas particulier (Stake 2005). La sélection d'un cas nécessite donc de justifier pourquoi et comment le cas identifié constitue une opportunité plausible pour développer de nouvelles connaissances en lien avec le questionnement de départ (Ibid.).

Dans ce qui suit, nous allons présenter quatre cas¹⁰¹ dont le choix s'est justifié, tout d'abord, par leur finalité de « fonds de capital de proximité » ayant la vocation de soutenir le développement économique à l'échelle régionale, soit des objectifs plus orientés sur des enjeux socio-économiques territoriaux que ceux des acteurs traditionnels, à savoir les sociétés de capital-risque ou de *private equity*. C'est lors des entretiens menés dans le cadre de ces études de cas que les personnes interviewées nous ont fait part de leurs idées et de projets en cours concernant les nouvelles configurations d'investissement direct susceptibles d'apporter de nouvelles solutions au problème de l'incertitude et à sa gestion. L'interprétation de ces signaux faibles a fortement contribué à mieux comprendre l'évolution en cours et à aiguiller la recherche sur l'exploration ultérieure de nouvelles plateformes de crowdfunding qui se sont révélées représentatives de nouveaux modèles d'affaires et de nouvelles approches de la gestion de l'incertitude radicale.

Premier cas : Capital Proximité

A l'heure de cette enquête (2012), Capital Proximité était une plateforme de mise en relation des PME régionales avec des investisseurs privés en Suisse romande. Cette plateforme semi-publique/semi-privée a été créée en 1995 suite à l'initiative de cinq cantons romands (Genève, Vaud, Fribourg, Neuchâtel et le Valais) et du SECO¹⁰². L'objectif poursuivi par les fondateurs de la plateforme était double dans le sens où il s'agissait, d'une part, d'aider les entreprises régionales en difficulté d'accès au crédit bancaire à trouver un financement

¹⁰¹ Capital Proximité (Suisse romande), FAE - Fondation d'aides aux entreprises (Canton de Genève), Club des Business Angels du Valais (Canton du Valais) et SVC – SA pour le capital-risque des PME (toute la Suisse).

¹⁰² Le SECO (Secrétariat d'Etat à l'économie) est le centre de compétence de la Confédération pour toutes les questions de politique économique (www.seco.admin.ch)

après des investisseurs privés de la région. D'autre part, le rôle de ce dispositif était d'offrir à des investisseurs privés la possibilité d'acheter des parts des PME en Suisse romande. Le deuxième objectif est devenu encore plus vital après la crise financière, car, selon le directeur de Capital Proximité, le nombre d'investisseurs privés inscrits sur la plateforme Capital Proximité à Lausanne est passé de 200 à 1200 depuis 2008¹⁰³. Il expliquait ce phénomène essentiellement par une perte de confiance dans l'efficacité des marchés financiers de la part des investisseurs qui « *choisissent d'investir dans des petites boîtes parce qu'ils souhaitent surtout contrôler ce qui se passe avec leur argent, en tout cas, avoir une compréhension de ce dans quoi ils investissent* »¹⁰⁴. Le modèle d'affaires de cette plateforme était basé sur une combinaison des frais de fonctionnement assurés par les partenaires publics avec des rémunérations perçues lors des investissements concrétisés et des plus-values réalisées lors des sorties d'investissements.

Deuxième cas : FAE - Fondation d'aide aux entreprises

Le deuxième cas se réfère à la Fondation d'aide aux entreprises (FAE)¹⁰⁵ basée à Genève. La FAE est une fondation publique, créée en 2005 avec un capital de CHF 30 mio octroyé par l'Etat de Genève. Suite à la crise financière, une seconde loi, votée par le Grand Conseil en 2009, a permis à la Fondation de bénéficier de dotations complémentaires de CHF 40 mio. Créée dans l'objectif de soutenir les entreprises genevoises créatrices d'emplois, cet instrument financier s'adressait à tous types d'entreprises et tous types de marchés, pour autant que « *la pérennité de l'entreprise était démontrée, le patron était du métier et lorsqu'il s'agissait d'emplois à Genève* »¹⁰⁶. L'activité de cette fondation se concentrait autour de deux types d'aide à des entreprises : prises de participation directes et cautionnement de crédits bancaires (jusqu'à CHF 500 000). Le directeur de la Fondation a notamment souligné qu'une prise de participation par la Fondation, principalement dans le capital de startups technologiques et innovantes, pouvait être intéressante aussi à titre d'effet de levier et d'effet d'entraînement. Selon lui, « *le fait qu'une fondation publique accepte déjà de mettre CHF 4 mio, ça pourrait motiver et inciter à investir différents investisseurs, comme des fonds de private equity et de capital-rique* »¹⁰⁷.

¹⁰³ L'entretien a été mené au printemps 2012. En 2016, le réseau d'investisseurs de Capital Proximité a été intégré sur une nouvelle plateforme d'investissement MatchInvest créée et gérée par Platinn, une plateforme intercantonale de soutien stratégique à des startups et des PME dans leurs projets d'innovation d'affaires (www.platinn.ch)

¹⁰⁴ Entretien avec le directeur de Capital Proximité.

¹⁰⁵ <http://www.fae-ge.ch/site/fr/>

¹⁰⁶ Entretien avec le directeur de la FAE en 2012. En 2015 la Fondation a changé de directeur.

¹⁰⁷ Ibid.

Dans le cadre de la présente recherche l'intérêt d'étudier le cas de cette Fondation genevoise s'est notamment expliqué par le fait que, selon son directeur il était temps de développer et de mettre en place un modèle de financement/investissement différent, mieux adapté aux besoins des entrepreneurs et des investisseurs régionaux. En effet, dans sa qualité d'interlocuteur public privilégié pour les entrepreneurs genevois, il a pu constater un désarroi fréquent de ces derniers face à une multitude de choix de moyens de financement couplée à une certaine opacité de ces derniers. Pour lui, « *on assistait aujourd'hui à une forte diversité des solutions de financement d'entreprises, à savoir différents clubs d'investisseurs privés qui pouvaient représenter soit du crédit mezzanine, soit du Private Equity ou des Venture Capitalists. Par conséquent, celui qui cherchait des fonds, il devait se demander quelles étaient ces différentes catégories, quelles étaient leurs exigences et quels étaient les marchés ? Il y avait donc un sentiment que l'avantage de la diversité des solutions de financement était devenu un inconvénient, dans le sens où celui qui cherchait des fonds était perdu* »¹⁰⁸. Son idée consistait donc à créer une plateforme qui réunirait dans un seul lieu tous les investisseurs intéressés par des investissements directs et toutes les entreprises genevoises à la recherche de financement. La valeur ajoutée de cette plateforme serait non seulement d'offrir un lieu d'accueil unique, mais surtout de garantir la confidentialité et la viabilité pour les investisseurs et les entrepreneurs. Un autre besoin important qui motiverait la création d'une plateforme unique et confidentielle résidait, selon son initiateur, dans les particularités du marché de la transmission d'entreprise. En effet, il existerait des barrières psychologiques liées à une connotation négative du terme « transmission » ce qui expliquerait « *qu'à la différence des activités innovantes dans les domaines de biotech ou de medtech, pour lesquelles la recherche de financement représentait une démarche tout à fait « naturelle », les vieux patrons de PME traditionnelles ne venaient pas spontanément à la rencontre des investisseurs* ».¹⁰⁹

Dans ce contexte de recherche de confidentialité, le fondateur de la future plateforme a souligné qu'il serait important de la légitimer avec des « gens qui symbolisent les valeurs », c'est-à-dire, la faire parrainer par la chambre des fiduciaires et par la chambre des notaires qui suivent (fiscalement) le patrimoine des gens. Afin d'attirer les entreprises sur sa plateforme, il serait, selon lui, essentiel d'agir d'abord sur le vocabulaire en bannissant les mots « transmission » et « succession » et en les remplaçant par des termes positifs comme « la relève ». Ensuite, pour ouvrir l'accès au marché « caché » des PME, il a eu l'idée d'intégrer dans le réseau les associations patronales qui « *fédèrent et rassemblent toutes les entreprises* »¹¹⁰. Finalement, la mise en relation devrait fonctionner de manière suivante.

¹⁰⁸ Ibid.

¹⁰⁹ Ibid.

¹¹⁰ Ibid.

Une ou deux fois par an, ce nouveau portail, légitimé par les chambres de notaires et de fiduciaires, rassemblerait les investisseurs et les entrepreneurs avec tous les membres des associations patronales du canton de Genève, dans un même lieu, tout en préservant la confidentialité de chacun.

Avec un regard rétrospectif sur cette première phase de la recherche, il convient de souligner l'aspect paradoxal de ce projet – qui n'a d'ailleurs jamais vu le jour – celui de rassembler tous les acteurs concernés dans un lieu unique tout en préservant leur anonymat. Dans la suite de cette recherche, les études de cas portant sur les plateformes de crowdfunding ont mis en évidence le fait que c'est précisément le partage des connaissances au sein d'une communauté hybride, ainsi que le statut et la réputation de ses membres qui se trouvent au fondement de ce nouveau modèle de valuation de projets d'investissement direct.

Troisième cas : Credit Suisse - SVC-SA pour le capital-risque des PME

Le Fonds SVC-SA pour le capital-risque des PME¹¹¹ a été créé en mai 2010 par Credit Suisse et était dédié au soutien des startups et des PME helvétiques. La deuxième plus grande banque de Suisse a doté ce fonds d'un capital de CHF 100 mio. L'objectif annoncé visait à renforcer la place industrielle suisse et à créer des emplois en investissant dans des entreprises novatrices. Ce nouveau fonds de capital-risque a attiré notre intérêt en raison de ses objectifs de financement à long terme sans aucune contrainte de rendement ni de dividende. Les profits réalisés lors des sorties des investissements - généralement suite à une 'trade sale'- devaient être réinvestis, afin que le fonds puisse sans cesse financer de nouvelles entreprises grâce aux retours sur investissement. Ce cas très médiatisé de soutien au développement régional par une grande institution bancaire et affichant des motivations « altruistes » illustre bien, à notre avis, une stratégie de re-légitimation d'une grande banque qui a souffert d'une perte de confiance après la crise financière suivie des critiques importantes dans les médias pour l'encouragement à l'évasion fiscale à l'échelle mondiale. En effet, selon les dires d'un des managers du fonds SVC-SA, interviewé en septembre 2012, « *le Credit Suisse a mis ça en place justement parce qu'il y a un intérêt marketing là-dedans. C'est une évidence... mais d'un autre côté, qui peut mettre CHF 100 mio sur la table ? C'est pour montrer qu'il y a une volonté de donner du capital à des entreprises qui n'ont pas accès à un crédit bancaire* »¹¹².

¹¹¹ En septembre 2015, SVC SA a confié la gestion de son portefeuille d'investissements à Helvetica Capital AG (www.svc-risikokapital.ch)

¹¹² Entretien avec un des gestionnaires du Fonds SVC SA (Credit Suisse)

Enfin, l'intérêt de ce cas se situe dans le fait qu'il annonçait, à notre avis, les prémices d'une nouvelle configuration d'investissement direct en partie inspirée de ce modèle, ce dernier ayant pourtant été conçu à des fins 'marketing'. Selon notre interlocuteur, ce modèle d'affaires atypique ayant au départ le but de redorer l'image du Credit Suisse, « s'est finalement révélé intéressant dans le sens où il permet de conserver la valeur »¹¹³. Il s'est avéré qu'il y avait une volonté de la part d'autres institutionnels suisses de souscrire à ce business model. A cette période, le comité directeur du fonds était en train d'initier des discussions avec un certain nombre d'acteurs sur la place financière pour augmenter le capital en ouvrant le capital du SVC-SA à d'autres investisseurs institutionnels.

Quatrième cas : Club des *Business Angels* du Valais

Le cas du Club des Business Angels (BA) du Valais a été choisi en raison de son but déclaré de contribuer au développement économique régional en mettant en contact des entreprises innovantes du Valais à la recherche de fonds avec des investisseurs privés. Ce club a été fondé sous l'impulsion du Centre de Compétences Financières (CCF) de la promotion économique du canton du Valais. Le CCF est chargé de traiter les demandes de financement de la part des entrepreneurs valaisans en sélectionnant les projets éligibles pour des subventions et d'autres qui pourraient bénéficier du financement en capital-risque. Ces derniers projets, essentiellement les startups early stage, étaient pris en charge par le Club des BA. Deux ou trois fois par an le Club organisait des rencontres-repas destinées aux investisseurs potentiels. Lors de ces 'Angel dinners' les startups sélectionnées se présentaient et les investisseurs avaient donc l'occasion de poser directement des questions et de discuter d'une potentielle prise de participation en syndicat avec d'autres investisseurs présents. La sélection de startups était soumise à des conditions strictes imposées par le partenaire public du CCF, le canton du Valais. Pour pouvoir bénéficier du soutien du Club des BA, la jeune société devait nécessairement être valaisanne, proposer un produit innovant en visant un marché extérieur (exportation) et créer des emplois. Il est important de préciser que le CCF participait financièrement en tant qu'investisseur minoritaire lors de chaque investissement conclu via le Club. En tant que société anonyme avec un actionariat composé de grands investisseurs institutionnels et privés, tels que la Banque Cantonale du Valais (BCVS), quelques autres banques et des privés fortunés, le CCF cherchait, à travers notamment les activités du Club, à fournir un rendement à ses actionnaires qui attendaient un dividende. Selon notre interlocuteur, ces investisseurs/actionnaires cherchaient la

¹¹³ Ibid.

confidentialité, leurs noms n'apparaissant jamais dans les communications et ne ressortant pas dans les discussions.

Ce cas a attiré notre intérêt car, lors de l'entretien avec un des gestionnaires du Club, notre interlocuteur a révélé les détails de son projet de mettre prochainement en place un nouveau modèle de « club d'investisseurs » qui permettrait d'optimiser la gestion du risque et de l'incertitude. *« Pour les investisseurs qui souhaiteraient investir CHF 50 000-100 000, il s'agirait de proposer une solution de répartir les risques en investissant dans deux ou trois projets en association avec d'autres investisseurs. Alors, on est en train d'étudier sous quelle forme on pourrait trouver un contrat de convention d'investissement qui permettrait de répartir ces risques ».*¹¹⁴

Concrètement, l'idée était de profiter de la structure administrative existante du Club des BA et d'y intégrer un fonds d'investissement sous forme de contrat, ce qui serait préférable à la formule d'un fonds public qui serait soumis au règlement de la FINMA et donc contraignant, aussi au niveau des coûts engendrés. En effet, pour qu'un fonds d'investissement puisse être rentable, il est nécessaire d'avoir une masse sous gestion assez importante. Cependant, selon le manager du Club, c'est le territoire d'action du futur fonds qui représente la contrainte majeure d'un point de vue de la taille du canton du Valais, bien trop petit pour alimenter et faire tourner un fonds d'investissement public.

Le modèle d'affaires d'un fonds d'investissement sous forme de contrat se traduirait par la mise en place de collaborations avec plusieurs investisseurs qui mettraient entre CHF 30 000 et CHF 50 000 dans chaque projet. Avec dix investisseurs environ qui alimenteraient le fonds commun, ça permettrait de lever un capital d'un demi-million qui pourrait être investi dans trois ou quatre projets en parallèle. L'avantage du Club serait d'offrir une structure ('Angel dinners') qui servirait à présenter des projets devant une assemblée. Les décisions d'investir dans un projet se prendraient au moyen de vote direct « à main levée » ce qui conduirait à un investissement dans le cas de « oui » à une majorité absolue.

L'étude de ces quatre cas d'instruments d'investissement direct « hybrides » a donc permis d'analyser et d'interpréter des « signaux faibles » de mise en œuvre de nouvelles configurations d'investissement (encore en gestation à l'époque de l'enquête) qui sont ressortis des observations et des entretiens menés dans le cadre de ce premier volet de recherche. Il nous semble important de souligner qu'un regard rétrospectif porté sur les premiers résultats de cette recherche a permis, aujourd'hui, d'interpréter la signification de ces cas de manière beaucoup plus pertinente. En effet, à l'époque de l'enquête, il paraissait difficile de comprendre le sens des observations de ce qui n'étaient que des signaux faibles

¹¹⁴ Entretien avec un responsable du Club des Business Angels du Valais.

d'une transition qui s'avérait très incertaine, mélangeant à la fois des éléments traditionnels (garantir la confidentialité, investir à l'échelle régionale, etc.) et la recherche de nouveaux modèles d'affaires (mise en communs des participations, nouvelles formes d'intermédiation et de mise en relation, élargissement spatial, etc.).

Les observations telles que l'augmentation du nombre d'investisseurs privés désireux d'investir directement dans des entreprises régionales, d'une part, et les projets de mise sur pied de plateformes d'intermédiation afin d'améliorer le 'matching' entre les besoins des entrepreneurs et les attentes des investisseurs, d'autre part, ont fourni des indices importants pour la compréhension de nouvelles tendances en voie de concrétisation. Il en est ressorti, en particulier, que les acteurs de la finance directe étaient à la recherche de nouvelles solutions pour une meilleure gestion de l'incertitude en mettant au point des approches d'intermédiation, d'évaluation et de suivi des investissements. Enfin, il s'est avéré que le modèle d'investissement direct dans les entreprises régionales innovantes pouvait être considéré comme viable aussi par des investisseurs institutionnels et faisait, au moment de l'étude, objet de réflexions et de négociations autour des configurations d'investissement futures. Ces premières observations ont apporté une précieuse contribution à la concrétisation du terrain d'exploration de nouvelles formes de FD en dirigeant notre attention sur les cas émergents de plateformes de crowdfunding en Suisse.