



Business School

WORKING PAPER SERIES

Working Paper

2014-260

**Entrepreneuriat répété, capital
organisationnel et accès au financement
par capital-risque**

Jean Rédis
Jean-Michel Sahut

<http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html>

IPAG Business School
184, Boulevard Saint-Germain
75006 Paris
France

IPAG working papers are circulated for discussion and comments only. They have not been peer-reviewed and may not be reproduced without permission of the authors.

Entrepreneuriat répété, capital organisationnel et accès au financement par capital-risque

Jean Rédis

Professeur, ESIEE Paris
IRGO – Equipe Entrepreneuriat & Stratégie

Jean-Michel Sahut

Professeur, IPAG Paris

Résumé

Cet article porte sur l'existence d'éventuelles différences dans l'accès au capital-risque entre les entrepreneurs répétés (qui ont fondé plusieurs sociétés, successivement ou en parallèle) et les entrepreneurs novices (qui créent une entreprise pour la première fois). Bien que les résultats empiriques soient partagés quant à l'existence d'une surperformance des entrepreneurs répétés par rapport aux entrepreneurs novices, de nombreux exemples semblent suggérer que les entrepreneurs répétés semblent jouir d'une plus grande facilité d'accès au capital-risque. Ce paradoxe peut s'expliquer en mobilisant la théorie du capital organisationnel. L'octroi d'un financement par capital-risque se caractérise par une asymétrie d'information entre le financeur et l'entrepreneur. Pour y remédier, les solutions peuvent soit prendre une forme contractuelle, soit reposer sur la confiance entre les parties. Dans cette seconde perspective, l'expérience entrepreneuriale, en tant qu'élément de l'apprentissage entrepreneurial, constitue un atout pour l'entrepreneur répété, dans la mesure où il dispose d'avantages sur l'entrepreneur novice à la fois en termes de capital humain (expérience) et de capital social (réseau). Ce sont ces atouts qui seraient susceptibles de lui permettre d'avoir un accès privilégié au capital-risque. Les études empiriques tendent à montrer que les entrepreneurs répétés sont privilégiés dans l'accès au financement par capital-risque. Ils bénéficient de financements plus rapides et reçoivent davantage de fonds que les entrepreneurs novices. En revanche, les résultats sont partagés quant à savoir si leurs entreprises bénéficient de meilleures valorisations de la part des investisseurs en capital que celles des entrepreneurs novices.

Abstract

This article is about the existence of potential differences in access to venture capital between serial entrepreneurs (who have founded several businesses, either one after the other or simultaneously) and new entrepreneurs (who create a business for the first time). Even though the empirical results differ regarding the serial entrepreneurs' outperformance compared to new entrepreneurs, numerous examples seem to suggest that serial entrepreneurs have an easier access to venture capital. This paradox can be explained through organisational theory. The distribution of venture capital is characterized by an information asymmetry between the investor and the entrepreneur. This problem can either be solved through contracts or rely on a mutual confidence. If we look at the second solution, the entrepreneurial experience, because considered as entrepreneurial training, is an advantage for the serial entrepreneur, because he or she has both more human capital (experience) and social capital (network) than a new entrepreneur. These are advantages that can give the entrepreneur easier access to venture capital. A review of empirical studies points towards an easier access to venture capital for serial entrepreneurs. They access funds more quickly, and receive bigger amounts than new entrepreneurs. But the studies are less conclusive if we look for a higher valuation of the serial entrepreneurs' businesses compared to those of the new entrepreneurs.

Mots-clés : *finance entrepreneuriale ; capital-risque ; start-up ; apprentissage entrepreneurial ; capital organisationnel ; capital humain ; capital social ; entrepreneuriat répété.*

Key words : *entrepreneurial finance ; venture capital ; start-up ; organizational capital ; human capital ; social capital ; serial entrepreneurship.*

Pour les créateurs de nouvelles entreprises, en particulier celles basées sur l'immatériel et la propriété intellectuelle, le capital-risque joue un rôle d'accélérateur de croissance (Denis, 2004). Cependant, les chiffres montrent que le taux de réussite dans l'accès au financement par capital-risque est très faible (de l'ordre de 3 à 5%)¹. Or, dans ce contexte de rationnement du capital, certains créateurs d'entreprises semblent avoir plus de facilités pour financer leur société : les « entrepreneurs répétés », c'est-à-dire ceux qui ont créé préalablement une ou plusieurs entreprises. Par exemple, des entrepreneurs comme l'américain Jim Clark, le duo composé du danois Janus Friis et du suédois Niklas Zennström ou le français Marc Simoncini ont multiplié les créations d'entreprises² et ont à chaque fois réussi à lever des fonds auprès du capital-risque. Ces constats interrogent, d'autant que l'éventuelle surperformance des sociétés créées par des entrepreneurs répétés par rapports aux autres sociétés n'a pas été clairement établie empiriquement : les résultats des études réalisées sur ce thème sont partagés (Chambers et al., 1988 ; Kolvereid et Bullvag, 1993 ; Gompers et al., 2006). Ceci amène à une double interrogation. Sans l'existence de preuves empiriques attestant formellement d'une meilleure performance opérationnelle, quelles sont les raisons qui pourraient expliquer que les entrepreneurs répétés puissent jouir d'un accès privilégié au financement par capital-risque ? Et au-delà des exemples anecdotiques précités, cet éventuel accès privilégié au financement par capital-risque est-il ou non confirmé par les études empiriques sur des échantillons statistiquement significatifs ?

Ainsi, cet article a pour but de contribuer à répondre à la double question de recherche suivante. D'abord, existe-t-il dans la théorie entrepreneuriale des éléments qui permettraient

¹ Les études réalisées, notamment dans le contexte français, évaluent le taux de sélection (soit le pourcentage d'entreprises financées par le capital-risque parmi l'ensemble des candidats) entre 1% et 10% ; notamment, Lachman (1999) l'estime entre 5% et 10% et Paolin-Gagin et Delalande (2000) entre 1% et 3%.

² Jim Clark a fondé cinq sociétés : Silicon Graphics (fondée en 1981), Netscape Communications (1994), Healthon (1996), myCFO (1999) et Shutterfly (1999), les trois premières d'entre elles ayant été introduites en Bourse. Janus Friis et Niklas Zennström ont fondé, entre autres, Kazaa, un système de partage de musique, et Skype, un système de téléphonie mondial gratuit sur internet. Marc Simoncini a créé notamment i-France, un portail internet, et Meetic, un site de rencontre en ligne, avec le soutien du capital-risque.

d'expliquer d'éventuels atouts des entrepreneurs en série dans l'accès au financement en capital ? Ensuite, cet avantage supposé se confirme-t-il dans la pratique entrepreneuriale ?

Sur un plan pratique, la question d'un accès au capital-risque éventuellement facilité pour les entrepreneurs répétés renvoie à des enjeux majeurs, dans la mesure où les jeunes sociétés faisant appel à ce type de financement se situent principalement dans des secteurs dans lesquels la vitesse de développement est un atout essentiel. Comme Zhang (2007) l'a montré, un accès plus rapide au capital-risque est en corrélation avec une plus forte probabilité d'accéder à la profitabilité et d'aller jusqu'à une introduction en Bourse. Par conséquent, un accès plus rapide au capital-risque pour les entrepreneurs en série peut avoir un effet substantiel sur la performance de leurs entreprises ultérieures. Par ailleurs, des différences éventuelles entre les entrepreneurs répétés et les autres quant au niveau de valorisation³ de leur société lors de l'arrivée des investisseurs sont de nature à influencer sur la répartition initiale du capital et donc sur la répartition du pouvoir dans l'entreprise, ce dès l'entrée des investisseurs, et par la suite lors d'éventuels tours de table ultérieurs (Saint-Pierre, 2010).

Cet article se présentera de la manière suivante. Dans un premier temps, partant du constat que l'entrepreneuriat répété ne constitue pas une catégorie homogène, il conviendra d'abord de définir avec précision ce concept et ses déclinaisons. On cherchera aussi à évaluer l'importance de l'entrepreneuriat répété relativement à la population entrepreneuriale totale, à partir des données empiriques disponibles. Puis, les caractéristiques spécifiques des entrepreneurs répétés seront présentées, tant en termes de profils, de motivations que de performances. On s'intéressera ensuite aux raisons théoriques susceptibles d'expliquer un accès au capital-risque plus facile pour les entrepreneurs répétés. La sélection des projets par les capitaux-risqueurs s'inscrit dans un contexte d'asymétrie d'information. Pour y remédier,

³ La valorisation de l'entreprise correspond à sa valeur retenue suite à la négociation entre les investisseurs et l'entrepreneur. Les investisseurs utilisent plusieurs méthodes pour évaluer une société, les plus usitées étant la méthode des comparables et la méthode des cash-flows actualisés (Mnejja et al., 2012)

des solutions d'ordre contractuelles peuvent être mises en oeuvre, mais le contexte de confiance entre l'investisseur et l'entrepreneur est également susceptible de jouer un rôle.

Enfin, il conviendra d'examiner les résultats des études empiriques réalisées afin de constater si les entrepreneurs répétés jouissent ou non d'un accès privilégié au capital-risque.

1. Définitions et principales caractéristiques des entrepreneurs répétés

Dans un premier temps, il s'agit de définir le concept d'entrepreneuriat répété, qui peut renvoyer à différentes situations entrepreneuriales, puis d'évaluer son importance relative parmi la population entrepreneuriale totale. On présentera ensuite les principales caractéristiques spécifiques des entrepreneurs répétés, puis les résultats des études empiriques consacrées à l'analyse de leur performance relative.

1.1. Définition et estimation de l'importance de l'entrepreneuriat répété

Il convient dans un premier temps de définir les notions d'entrepreneurs répétés, multiples, en série ou en parallèle. Il n'existe pas de définition généralement acceptée (Starr et Bygrave, 1991) et une variété de définitions ont été présentées (Donckels, et al., 1987 ; Kolvereid et Bullvag, 1993; Schaper et al., 2005). En synthétisant ces différentes propositions, on propose le schéma suivant n°1. Les entrepreneurs novices n'ont jamais créé d'entreprise avant l'entreprise actuelle, contrairement aux entrepreneurs habituels ou répétés, qui disposent déjà de l'expérience du lancement d'une ou de plusieurs sociétés. Les entrepreneurs répétés se partagent entre les entrepreneurs en série (qui ne possèdent jamais plusieurs entreprises en même temps) et les entrepreneurs en parallèle (qui possèdent en même temps deux entreprises ou plus).

Schéma n°1 Typologie des entrepreneurs

L'entrepreneur...	A créé une seule entreprise	A créé plusieurs entreprises
Ne possède qu'une entreprise à la fois	Entrepreneur novice (<i>Novice entrepreneur</i>)	Entrepreneur en série (<i>Serial entrepreneur</i>)
Possède plusieurs entreprises simultanément		Entrepreneur en parallèle (<i>Portfolio entrepreneur</i>)

**Entrepreneurs répétés
(ou habituels, *Habitual entrepreneurs*)**

Source : synthèse réalisée par les auteurs.

En raison du développement encore insuffisant de la connaissance en matière de démographie entrepreneuriale, les estimations de la proportion d'entrepreneurs habituels parmi l'ensemble de la population entrepreneuriale sont parcellaires. Birley et Westhead (1993), qui ont examiné les études ayant porté sur les créateurs d'entreprises au Royaume-Uni⁴, ont noté que la proportion de nouvelles entreprises fondées par des entrepreneurs habituels variait de 12% à 36%. Des études portant sur les Etats-Unis ont également suggéré que le phénomène de l'entrepreneuriat répété est répandu. Dans une étude menée dans le sud de la Californie, Schollhammer (1991) a trouvé que 51% des entrepreneurs interrogés avaient contribué à l'ouverture de deux entreprises ou plus. Gompers et al. (2006) ont estimé la proportion de sociétés créées par des entrepreneurs en série dans le total des entreprises financées par le capital-risque aux Etats-Unis de 1975 à 2000. Les entrepreneurs en série représentent une fraction significative de l'échantillon, passant d'environ 7% en 1986 à un pic de 13-14% en 1994, puis diminuant ensuite après 1994, probablement en raison de l'afflux d'entrepreneurs novices dans le cadre du boom de l'Internet. En Australie, Schaper et al. (2005), dans une étude portant sur un échantillon de 199 micro-entreprises de Nouvelles-Galles du Sud, ont trouvé une proportion d'entrepreneurs habituels de 26%. D'après ces

⁴ Selon les travaux, les études ont porté sur l'ensemble du pays ou sur certaines régions seulement.

différentes études, l'entrepreneuriat habituel apparaît comme un phénomène significativement répandu.

1.2. Les caractéristiques spécifiques des entrepreneurs répétés

Les différents travaux (Westhead et al, 2005; Wright et al, 1997 ; Carland et al., 2000) montrent que la plupart des entrepreneurs habituels sont des hommes, qu'ils tendent à avoir un niveau d'éducation plus élevé que les entrepreneurs novices et sont susceptibles de lancer leur première entreprise à un âge plus précoce que les créateurs novices (Kolvereid et Bullvag, 1993 ; Westhead et Wright, 1998). Les résultats de l'étude de Schaper et al. (2005) ont confirmé ces éléments et ont de plus mis en évidence que les entrepreneurs en série ont tendance, assez logiquement, à être légèrement plus âgés que la moyenne des entrepreneurs.

Cependant, de nombreuses caractéristiques des entrepreneurs répétés semblent très hétérogènes et assez variables dans le temps. Il apparaît qu'ils n'ont pas toujours tendance à créer leurs différentes entreprises dans le même secteur industriel (Wright et al., 1997) et que leurs motivations, le type d'entreprise qu'ils lancent et leur façon de gérer peuvent dans les faits varier significativement entre leur première création d'entreprise et les suivantes. Les considérations d'environnement et le cadre contextuel, tels que la localisation géographique et le stade de développement de l'entreprise, sont des éléments qui semblent avoir un impact sur l'entrepreneuriat répété (Wright et al., 1998).

Pour ce qui est des motivations, celles qui mènent à l'entrepreneuriat répété peuvent être très diverses et inclure le désir d'indépendance, la volonté d'accéder à la sécurité financière, un certain « *sentiment d'excitation* » (Westhead et Wright, 1998), le sens du devoir et le désir d'apporter une contribution à une communauté locale (Rosa, 1998). Les motivations citées par les entrepreneurs habituels pour créer des entreprises ne sont pas les mêmes selon qu'il s'agisse d'une première création ou d'une création ultérieure. La

motivation du gain financier, en particulier, semble être moins importante pour les entrepreneurs habituels lors du lancement d'une seconde entreprise. En outre, les créateurs d'une seconde entreprise souhaitent généralement qu'elle soit moins risquée que la première. Le désir ou le besoin de travailler en autonomie et de construire une organisation plus importante sont, cependant, fréquemment cités par les entrepreneurs répétés (Wright et al., 1997). Les études empiriques montrent également que les entrepreneurs répétés qui ont réussi et se sont ainsi construit une bonne réputation sont réticents à participer à des projets qui pourraient porter atteinte à leur statut dans la communauté des affaires. En outre, les entrepreneurs habituels sont moins enclins à investir leurs propres ressources dans des entreprises risquées. Prises ensemble, ces observations suggèrent que de nombreux entrepreneurs habituels deviendraient adverses au risque au fil du temps (Wright et al., 1998).

1.3 La performance des entrepreneurs répétés : des résultats contrastés

Pour ce qui est de la performance relative des entrepreneurs répétés et novices, les résultats des différentes études empiriques réalisées sont partagés. Chambers et al. (1988) ont examiné la performance de 100 nouvelles entreprises dans le sud du Michigan et ont constaté que l'expérience antérieure de création de l'équipe fondatrice n'aide pas, même si l'expérience antérieure de gestion a un effet positif. Kolvereid et Bullvag (1993) ont comparé la performance de 250 entrepreneurs norvégiens mêlant novices et expérimentés. Ils trouvent que les entrepreneurs expérimentés sont plus débrouillards, ont tendance à s'impliquer dans un environnement commercial plus concurrentiel, mais ne montrent aucune différence en termes de performances. De la même manière, la plupart des autres études consacrées au sujet concluent à une absence de lien entre entrepreneuriat répété et performance de l'entreprise (Bruderl et al., 1992 ; Marino et De Noble, 1997 ; Shane et Stuart ; 2002 ; Baptista et al., 2007). En revanche, Gompers et al. (2006), qui ont cherché à mesurer l'influence des

compétences entrepreneuriales en examinant la performance des entreprises créées par des entrepreneurs en série et financées par le capital-risque aux Etats-Unis, obtiennent des résultats différents. Leurs résultats empiriques indiquent que les entrepreneurs qui ont réussi dans une entreprise précédente (par exemple, ceux qui ont lancé une société qui est allée jusqu'à une introduction en Bourse) ont 30% de chances de réussir dans leur future entreprise, alors que les entrepreneurs novices n'ont que 18% de chances de réussir et les entrepreneurs qui ont échoué précédemment n'en ont que 20%. L'influence positive de l'entrepreneuriat répété sur la performance de l'entreprise a également été mise en évidence par Shepherd et al. (2000).

Tableau n°1

**L'influence de l'entrepreneuriat répété sur la performance de l'entreprise :
une synthèse des résultats des études empiriques réalisées**

Auteurs	Pays	Influence de l'entrepreneuriat répété sur la performance de l'entreprise
Chambers et al. (1988)	Etats-Unis	Non
Bruderl et al. (1992)	Etats-Unis	Non
Kolvereid et Bullvag (1993)	Norvège	Non
Marino et De Noble (1997)	Etats-Unis	Non
Shepherd et al. (2000)	Etats-Unis	Oui
Shane et Stuart (2002)	Etats-Unis	Non
Gompers et al. (2006)	Etats-Unis	Oui
Baptista et al. (2007)	Portugal	Non

Source : synthèse réalisée par les auteurs.

Cette section a permis de définir l'entrepreneuriat répété, d'évaluer l'importance relative de ce phénomène et d'identifier les caractéristiques spécifiques des entrepreneurs répétés. Une revue des travaux empiriques relatifs à la comparaison de la performance entre entrepreneurs novices et répétés a été présentée. Or, il apparaît que l'influence de l'entrepreneuriat répété sur la performance de l'entreprise n'est pas établie dans la grande majorité des travaux recensés. Ceci pose donc question : si ce n'est pas en raison de meilleures performances antérieures avérées, pourquoi les entrepreneurs répétés pourraient-ils bénéficier d'un meilleur accès aux capitaux ? Nous allons, dans le cadre d'une deuxième

section, tenter de répondre à cette interrogation par une mise en perspective théorique, en mobilisant notamment la théorie du capital organisationnel.

2. L'apport de la théorie du capital organisationnel

Afin de chercher à expliquer le paradoxe précédemment évoqué concernant les différences d'accès au financement par capital-risque, il convient d'abord de revenir aux fondements du processus de décision des investisseurs. Dans cette perspective, on rappellera d'abord que la sélection des projets par les capitaux-risqueurs s'inscrit dans un contexte d'asymétrie d'information. Pour y remédier, les solutions peuvent soit prendre une forme contractuelle (définition du contrat d'investissement, financement graduel...), soit reposer sur la confiance entre investisseurs et entrepreneurs. Or, en s'inscrivant dans cette approche, l'entrepreneur en série peut être favorisé. En effet, l'entrepreneuriat répété, qui constitue une des formes de l'apprentissage entrepreneurial, apporte au créateur en série un supplément de capital humain et de capital social, censés lui donner des atouts pour la levée de fonds.

2.1. Le processus de décision d'investissement des capitaux-risqueurs

2.1.1. Un problème fondamental d'asymétrie d'information

Le processus de sélection des projets innovants utilisé par les capitaux-risqueurs a fait l'objet de nombreuses recherches. Shepherd et Zacharakis (1999) ont fait une revue critique de ces travaux, qui met en évidence l'importance que les investisseurs accordent aux capacités de l'équipe fondatrice, que ce soit leurs compétences en gestion (Tyebjee et Bruno, 1981), les antécédents des créateurs (Hutt et Thomas, 1985), leur connaissance du marché (MacMillan et al., 1987), ou les traits généraux des entrepreneurs (Hisrich et Jankowitz, 1990). Les investisseurs ont naturellement tendance à financer les entrepreneurs qui semblent avoir le plus de compétences.

Bien que ces recherches aient porté principalement sur l'identification des critères discriminants permettant d'expliquer ce qui différencie les entrepreneurs qui réussissent à obtenir des fonds et ceux qui y échouent, le processus d'investissement du capital-risque ne s'arrête pas là. Ce processus consiste en réalité en une série de décisions. Les capitaux-risqueurs doivent non seulement choisir les entrepreneurs et les projets qu'ils vont financer, mais ils ont également à décider du moment auquel réaliser l'investissement initial, du calendrier des tours de table ultérieurs, et du montant à investir dans chaque tour (Hsu, 2007).

Au centre de cette série de décisions d'investissement des capitaux-risqueurs se situe un problème d'asymétrie d'information entre l'entrepreneur et les investisseurs (Shane et Cable, 2002). Une première réponse à ce problème d'asymétrie de l'information peut prendre une forme contractuelle.

2.1.2. Une première réponse : l'approche contractuelle

Pour surmonter ce problème d'asymétrie d'information, la littérature en finance entrepreneuriale met l'accent sur plusieurs types de solutions d'ordre contractuel, notamment la définition du contrat de financement, le type de titres utilisés et le financement graduel (Gompers et Lerner, 2000; Kaplan et Stromberg, 2003 et 2004 ; Denis, 2004).

En premier lieu, la définition du contrat de financement a pour but de répondre à cet objectif. Les investisseurs intègrent souvent des clauses spécifiques pour se prémunir d'un éventuel comportement opportuniste du créateur. En particulier, les droits de vote, les droits aux flux financiers et les autres droits sont souvent conditionnés à des mesures de performance (financière et non financière). Les capitaux-risqueurs pourront obtenir le contrôle total de l'entreprise si celle-ci ne réalise pas la performance attendue. Les contrats d'investissement contiennent également des clauses permettant de partager les risques entre entrepreneurs et financeurs (Cumming, 2002). En particulier, Kaplan et Strömberg (2003) ont

montré empiriquement que les caractéristiques des contrats de financement correspondaient à ce que les théories prédisaient.

Ensuite, le choix des instruments de financement utilisés vise également à répondre au problème d'asymétrie d'information. Ainsi, le financement par actions privilégiées est préférable au financement par dette dans les contextes d'asymétrie d'information : Trester (1998) montre que le financement par actions privilégiées est davantage utilisé lors des premiers stades de développement (au cours desquels l'asymétrie d'information est très élevée) alors que le financement par dette sera utilisé lors des stades de développement plus tardifs (au cours desquels l'asymétrie d'information sera plus faible). Plusieurs recherches ont également cherché à expliquer l'usage du financement convertible. Cornelli et Yosha (2000) ont montré que ce type de financement permettait à l'investisseur de se prémunir contre les comportements éventuellement opportunistes de l'entrepreneur.

Enfin, la pratique généralisée de l'investissement graduel par les capitaux-risqueurs a aussi pour but de répondre au problème d'asymétrie de l'information (Gompers et Lerner, 2000). Les investisseurs prennent presque toujours les décisions d'investissement étape par étape : ils ne fournissent initialement qu'un montant minimal à une société, et conditionnent leurs décisions d'investissement ultérieures aux performances de cette entreprise, de manière à évaluer la capacité de l'entrepreneur et la viabilité de son plan d'affaires au fil du temps, se réservant également le droit de mettre fin à l'investissement dans le cas où un objectif de rendement ne serait pas atteint.

2.1.3. Une seconde réponse : l'approche par la confiance

Une autre manière d'atténuer ce problème d'asymétrie de l'information réside dans l'intégration sociale de l'entrepreneur (Shane et Cable, 2002), inspiré par les travaux de Granovetter (1985), développés initialement en sociologie économique. L'idée principale est

que les décisions économiques, dont fait partie l'investissement en capital-risque, ne se déroulent pas isolément d'un contexte, mais sont au contraire intégrées dans un environnement social. En particulier, les relations personnelles des entrepreneurs peuvent avoir une influence sur l'obtention des financements, sur la rapidité avec laquelle les créateurs obtiennent des fonds et sur les montants qu'ils peuvent lever. Des liens sociaux communs permettent le transfert d'informations entre les investisseurs et l'entrepreneur. De plus, si l'entrepreneur commet un acte qui pourrait nuire aux intérêts du capital-risqueur, il doit prendre en compte la possibilité de perdre la confiance de nombreuses autres personnes faisant partie du même réseau social. Par conséquent, ces connexions sociales mutuelles sont en mesure de renforcer significativement la confiance des investisseurs en capital-risque envers le chef d'entreprise (Wiklund et Shepherd, 2008). Afin de mieux comprendre dans cette perspective les atouts supposés des entrepreneurs répétés dans l'accès au capital-risque, il convient d'analyser l'influence du capital organisationnel de l'entrepreneur.

2.2. L'influence du capital organisationnel de l'entrepreneur

L'entrepreneuriat peut être vu soit comme un processus ou soit comme un phénomène. Dans une vision processuelle, l'entrepreneuriat consiste en la découverte d'opportunités d'affaires et dans leur exploitation (Shane et Venkataraman, 2000). Afin d'exploiter une opportunité une fois qu'elle a été mise en évidence, l'entrepreneur doit assembler les ressources nécessaires pour exploiter cette opportunité et trouver un moyen d'organiser ces ressources, afin d'extraire de la valeur de l'opportunité, ce qui implique à la fois d'avoir accès à ces ressources pour générer des rentes associées à une opportunité de marché, et de le faire d'une manière qui permette à l'acteur économique de s'approprier au moins une partie des rentes qui ont été générées (Alvarez et Barney, 2004). Parmi les ressources dont dispose l'entrepreneur figurent son capital humain et son capital social. Or, la représentation de

l'entrepreneuriat en tant que processus s'inscrit dans une approche comportementaliste ou behavioriste (Gartner, 1988). Dans cette vision, l'entrepreneuriat est perçu comme étant de nature évolutive, excluant la stabilité du comportement de l'entrepreneur dans le temps. Dans cette perspective on peut envisager l'entrepreneuriat comme étant un processus d'apprentissage dynamique au cours duquel les individus acquièrent de manière continue des compétences et des connaissances nécessaires pour réussir dans le processus entrepreneurial (Cope, 2005). On analysera en premier lieu comment l'expérience entrepreneuriale constitue l'un des éléments de l'apprentissage entrepreneurial. On examinera ensuite en quoi l'expérience entrepreneuriale peut accroître d'une part le capital humain et d'autre part le capital social du créateur, lui donnant des atouts supplémentaires pour sa recherche de financement.

2.2.1. L'entrepreneuriat répété : un élément de l'apprentissage entrepreneurial

Selon Minniti et Bygrave (2001), l'apprentissage entrepreneurial correspond à un processus continu et cumulatif au sens où ce qui est appris à une période vient s'ajouter à ce qui a été appris à une période précédente. Ainsi, chaque individu entre dans le processus entrepreneurial avec un « stock de connaissances » subjectif qui est conditionné par ses connaissances préalables (Aouni et Surlémond, 2007). Harvey et Evens (1995) ont proposé le concept de « *degré de préparation entrepreneuriale* » qui renvoie aux habiletés et capacités apportées par l'entrepreneur au processus entrepreneurial et qui conditionne la façon avec laquelle il perçoit et expérimente l'apprentissage durant le processus entrepreneurial (Cope, 2005). Les connaissances acquises à partir d'expériences préalables ont de ce fait une capacité d'auto-renforcement qui permet au processus d'apprentissage de se régénérer au fur et à mesure de l'acquisition de nouvelles connaissances (Aouni et Surlémond, 2007).

Selon Politis (2005), le type d'expérience préalable conditionne le type de compétences entrepreneuriales développées et influence ainsi le niveau de préparation entrepreneuriale des individus. Cet auteur a identifié trois types d'expériences professionnelles pouvant être transformées en connaissances utiles pour l'identification et l'exploitation de l'opportunité : les expériences entrepreneuriales préalables, les expériences managériales et les expériences dans le secteur d'activité concerné. L'expérience managériale permet d'acquérir les capacités entrepreneuriales permettant de faire face aux contraintes relatives à la nouveauté telles que la capacité de négociation, la capacité de prise de décision, de l'organisation, de la communication, etc. Ensuite, l'expérience dans le secteur d'activité permet de réduire les incertitudes liées au projet, au marché et à la technologie. Enfin, l'expérience entrepreneuriale est reconnue pour permettre l'acquisition de connaissances tacites et pour faciliter la prise de décision dans un contexte d'incertitude et de pression, alors que l'expérience managériale permet de faciliter l'accès à l'information prioritaire pouvant servir pour reconnaître l'opportunité (Aouni et Surlémont, 2007).

Ainsi, le type d'expérience que l'entrepreneur aura vécu avant de s'engager dans le processus entrepreneurial influencera le type de compétences et d'habiletés qui composent son stock de connaissances. Nous allons examiner en quoi l'expérience entrepreneuriale permet d'accroître le capital humain et le capital social du créateur, et ainsi d'améliorer ses perspectives en matière de levée de fonds.

2.2.2. Une amélioration du capital humain de l'entrepreneur

Dans un contexte entrepreneurial, le capital humain fait référence aux connaissances et compétences qui permettent de s'engager avec succès dans de nouvelles créations (Davidsson et Honig, 2003, Snell et Dean, 1992). Le capital humain est composé à la fois de capital humain générique et de capital humain spécifique (Gimeno et al., 1997). Dans la littérature

entrepreneuriale, la composante du capital humain spécifique qui a fait l'objet de plus grand nombre de travaux est l'expérience de création antérieure (Carter et al., 1997; Florin, Lubatskin et Schulze, 2003). L'expérience dont dispose les entrepreneurs répétés leur apporte une expertise en gestion d'entreprise (Wright et al., 1997) et leur donne des références pour juger de la pertinence de l'information qui peuvent leur permettre d'avoir une meilleure compréhension de la valeur réelle des opportunités de nouveaux projets de création d'entreprises, d'accélérer le processus de création d'entreprises et d'améliorer la performance (Davidsson et Honig, 2003).

2.2.3. Un accroissement du capital social de l'entrepreneur

D'un point de vue entrepreneurial, le capital social désigne l'ensemble des relations interpersonnelles et inter-organisationnelles à travers lesquelles les entrepreneurs ont accès à une variété de ressources nécessaires pour la découverte et l'exploitation de l'opportunité d'affaire ainsi que la réussite de l'entreprise (Davidsson et Honig, 2003; Wiklund et Shepherd, 2008). Le capital social est généralement représenté par les relations entre les réseaux, la force des liens, la fréquence des réunions, et les relations familiales et sociales. Le réseau relationnel représente les liens possibles au niveau personnel ou organisationnel. Ces liens peuvent être directs ou indirects et présenter des intensités variables. Dans ce contexte, l'amitié et la confiance sont particulièrement importantes pour faciliter le transfert des informations et des savoirs qui sont coûteux à obtenir par d'autres moyens (Wiklund et Shepherd, 2008). Ils créent des opportunités pour l'échange de biens et services qui sont difficiles à obtenir par l'engagement contractuel. En particulier, les créateurs utilisent leurs contacts pour accéder aux ressources et favoriser le déroulement du processus de création (Wiklund et Shepherd, 2008).

Le rôle du capital social sur l'acquisition de ressources par la jeune entreprise a également été explicitement mis en évidence. Fried et Hisrich (1994) ont montré que, les investisseurs recevant tellement de plans d'affaires de société à financer, les liens sociaux jouent un rôle important dans la détermination de celles qui seront financées. Ces résultats laissent entrevoir un processus par lequel les investisseurs ont tendance à financer les entrepreneurs dont ils entendent parler, soit par les créateurs des autres sociétés qui sont déjà dans leurs portefeuilles, soit par leurs collègues investisseurs, leurs amis proches ou leur famille. A partir d'une étude sur 202 investisseurs de capital-risque en phase d'amorçage, Shane et Cable (2002) ont constaté que les liens, directs et indirects, entre entrepreneurs et investisseurs ont une incidence sur la sélection des projets à financer. En outre, Shane et Stuart (2002) ont constaté que les entrepreneurs munis d'un capital social (consistant en des liens directs ou indirects pré-existants avec les investisseurs en capital risque) bénéficient d'une plus forte probabilité de recevoir un financement lors des premiers stades de la vie de l'entreprise. Ainsi, l'expérience entrepreneuriale est censée accroître à la fois le capital humain et le capital social d'un entrepreneur, dans la perspective de l'apprentissage entrepreneurial. Il convient maintenant de détailler les atouts dont les entrepreneurs répétés sont censés disposer dans l'accès au capital-risque.

2.3. Les atouts présumés des entrepreneurs répétés dans la levée de fonds

En raison de ces caractéristiques du processus d'investissement du capital-risque, il y a des raisons de croire que les créateurs expérimentés ont des avantages par rapport aux créateurs novices. Une expérience de création préalable peut avoir aidé l'entrepreneur à établir des connexions avec des capitaux-risqueurs, ce qui peut à la fois faciliter l'obtention d'un financement et lui permettre d'obtenir une meilleure valorisation.

2.3.1. Les atouts des entrepreneurs répétés dans l'obtention des financements

D'après Hsu (2007), le capital social doit être considéré comme une ressource dont la quantité peut augmenter ou diminuer en fonction des actions et des décisions des individus. En particulier, le fait d'avoir préalablement créé une société financée par le capital-risque renforce les liens mis en place par l'entrepreneur avec le milieu des investisseurs, vu que l'investissement en capital-risque se caractérise généralement par une interaction sociale au sein de zones géographiquement délimitées (Sorenson et Stuart, 2001). Cette interaction sociale, qui englobe aussi les clubs communautaires entrepreneuriaux, les événements et les médias spécialisés, peut servir de moyen par lequel l'information sur l'existence et la qualité des entrepreneurs est communiquée aux investisseurs. Ainsi, les entrepreneurs qui bénéficient de l'expérience d'une création d'entreprise antérieure devraient avoir tendance à disposer de davantage de capital humain et de capital social. On s'attend donc à ce qu'ils aient un avantage sur les entrepreneurs novices dans le processus d'acquisition de ressources. En outre, l'importance du capital organisationnel des nouvelles entreprises dans l'accès au capital-risque peut être subordonnée à la réussite de l'expérience de création antérieure des fondateurs. Les entrepreneurs qui disposent d'une expérience de création réussie sont susceptibles d'envoyer un signal plus clair de leur qualité entrepreneuriale (Spence, 1974). Ces signaux générés par des créations d'entreprises antérieures à forte valeur peuvent être particulièrement importants pour les entrepreneurs opérant dans les industries émergentes (dans lesquelles les ingrédients nécessaires à la réussite du projet peuvent être moins faciles à déceler par rapport à des industries plus mûres).

Les entrepreneurs en série sont également censés bénéficier d'avantages en termes de valorisation de l'entreprise.

2.3.2. Les atouts des entrepreneurs répétés pour la valorisation de l'entreprise

Les entrepreneurs répétés sont également supposés bénéficier d'atouts pour ce qui est de la valorisation de leur entreprise.

- Une meilleure expérience de la négociation financière

Les entrepreneurs ayant une expérience de création antérieure sont censés être dans une meilleure position de négociation pour ce qui est de la valorisation de l'entreprise, car ils sont susceptibles d'avoir appris davantage de leur expérience préalable. En revanche, les créateurs novices peuvent ne pas être aussi habiles à négocier avec les investisseurs, notamment pour ce qui tient de l'évaluation de l'entreprise, car ils ne sont pas familiers des processus de négociation. Cette asymétrie de pouvoir est exacerbée dans les négociations sur l'évaluation de nouvelles entreprises en raison de l'incertitude concernant la performance probable de l'équipe entrepreneuriale dans l'entreprise actuelle. De plus, l'entrepreneur en série qui a connu la réussite a les moyens d'attendre de se voir proposer des conditions de valorisation plus favorables (Hsu, 2007).

- Un effet de signalisation

Par ailleurs, la réussite d'une entreprise préalablement créée joue aussi le rôle de signal vis-à-vis des capitaux-risqueurs, leur indiquant que le créateur habituel qui a connu le succès est plus susceptible d'avoir une forte capacité entrepreneuriale. Une réussite antérieure signale également que le créateur dispose de contacts utiles dans son réseau social - comme des clients fidèles ou des fournisseurs - qui peuvent favoriser la réussite de la nouvelle entreprise. Les entrepreneurs expérimentés peuvent donc se voir proposer des valorisations plus élevées en raison du risque réduit de défaillance du point de vue des investisseurs, en particulier si ces entrepreneurs expérimentés sont plus susceptibles d'être sensibles à la protection de leur réputation entrepreneuriale spécifique.

- Une prime de « courtage inter-organisationnelle » réduite

A côté du pur apport financier, les investisseurs en capital-risque sont susceptibles de fournir des services de courtage inter-organisationnels. L'activité des capitaux-risqueurs les amène en effet à développer des réseaux d'information et des réseaux sociaux grâce aux sociétés déjà présentes dans leur portefeuille (Sorenson et Stuart, 2001 ; Hochberg et al., 2007). Ces réseaux peuvent être particulièrement bien développés dans les secteurs industriels dans lesquels ils ont une expérience d'investissement importante. Les capitaux-risqueurs peuvent faire bénéficier les entreprises investies de services variés : recrutement de cadres, identification de sources de financement ultérieures, identification de partenaires pour des alliances stratégiques prometteuses (Hellmann et Puri, 2002). Ce rôle de courtier en information et en ressources entre des parties peut être rémunéré sous forme de « commissions » (Marsden, 1982), ce qui se traduit en l'occurrence par une décote de valorisation infligée par les investisseurs aux entrepreneurs qui ont le plus besoin de ce type de services.

Les entrepreneurs répétés sont susceptibles d'avoir déjà établi des liens sociaux avec le marché du travail et les marchés de capitaux, ainsi qu'avec des partenaires potentiels pour des alliances stratégiques, ce qui leur permet d'atténuer leur dépendance envers les capitaux-risqueurs pour ce rôle de « courtage ». En revanche, les entrepreneurs novices, qui n'ont pas en moyenne autant de liens sociaux, et qui ont donc besoin des capitaux-risqueurs pour les aider à combler les « trous relationnels » (Burt, 1992) afin d'accéder aux marchés et à des partenaires, peuvent faire l'objet de « frais de courtage » sous la forme d'évaluations de leurs entreprises à des niveaux inférieurs. Pour toutes ces raisons, les entreprises créées par des entrepreneurs répétés devraient donc être mieux valorisées que les entreprises créées par des entrepreneurs novices.

3. Avantage pour les entrepreneurs répétés dans l'accès au financement

On envisagera successivement les éventuelles différences de traitement, selon que les sociétés aient été créées par un entrepreneur répété ou non, sur la vitesse de levée de fonds, sur les montants levés et sur les valorisations obtenues.

3.1. Un accès au financement en capital-risque plus rapide

L'accès plus ou moins rapide au financement en capital présente des enjeux importants pour les entreprises considérées. Les résultats de Gompers et al. (2006) ont montré des différences significatives dans le délai d'accès au financement, selon que les entrepreneurs soient novices ou répétés. En moyenne, les entrepreneurs en série reçoivent un financement de la part du capital-risque à un stade de développement plus précoce de leur entreprise. Gompers et al. (2006) ont examiné, parmi les sociétés financées par le capital-risque à l'occasion d'un premier tour de table, la proportion d'entreprises en stade dit « précoce »⁵ selon que ces entreprises avaient été créées par des entrepreneurs en série ou novices. Alors que 45% des sociétés fondées par des entrepreneurs novices reçoivent des fonds lors d'un premier tour à un stade dit « précoce », ce taux monte à 60% pour les entreprises créées par des entrepreneurs pour lesquels il s'agit de la deuxième (ou n-ième) entreprise créée. En outre, les entreprises « ultérieures » créées par les entrepreneurs en série reçoivent également des fonds lors du premier tour lorsque ces entreprises sont plus jeunes : ces sociétés sont âgées en moyenne de 21 mois contre 37 mois pour celles lancées par les entrepreneurs novices.

Ces résultats ont été confirmés par Zhang (2011), dans une étude réalisée sur un échantillon de 5972 entreprises. Le délai de réalisation du premier tour de table est plus court

⁵ Gompers et al. (2006) incluent dans le stade « précoce » les étapes de « démarrage », de « développement du produit », de « beta test », avant que la société en soit à une étape « rentable » ou « de produit commercialisable »).

en moyenne de 9,5 mois pour les entrepreneurs qui avaient déjà créé une entreprise financée par le capital-risque. En moyenne, les entrepreneurs novices bouclent leur premier tour de table en 19,5 mois, contre 19,2 mois pour les entrepreneurs qui avaient déjà créé une entreprise, mais non financée par le capital-risque, alors que le délai moyen n'est que de neuf mois pour les sociétés fondées par les entrepreneurs qui avaient déjà créé antérieurement une société financée par le capital-risque.

3.2. Des montants plus importants apportés par le capital-risque

Les résultats de Zhang (2011) montrent que les entreprises fondées par des créateurs qui avaient déjà lancé une entreprise financée par le capital-risque reçoivent en moyenne 4,1 M\$ de plus à l'occasion du premier tour de table que les sociétés fondées par des entrepreneurs novices. Cette différence est considérable, vu que le montant moyen levé à l'occasion du premier tour de table est en moyenne de l'ordre de 7,47M\$. En revanche, les entrepreneurs qui avaient déjà créé une entreprise, mais non financée par le capital-risque, ne reçoivent pas de montants supérieurs à la moyenne. Ces résultats suggèrent que les entrepreneurs ayant une expérience antérieure de création d'entreprise financée par le capital-risque lèvent davantage de capitaux à un stade précoce de financement. Selon Zhang, cet avantage proviendrait des connexions sociales qu'ils ont préalablement établies avec les capitaux-risqueurs plutôt que de compétences entrepreneuriales supérieures. Pris ensemble avec l'accès plus rapide au capital-risque déjà mentionné, Zhang estime que ces résultats suggèrent que les entrepreneurs ayant déjà une expérience de création financée par le capital-risque ont une longueur d'avance dans le processus de levée de fonds auprès des investisseurs. Cependant, les entrepreneurs ayant une expérience de création d'entreprise non-financée par le capital-risque ne présentent pas d'avantages à un stade très précoce de financement.

En examinant l'ensemble des tours de table réalisés, Zhang (2011) montre que les entrepreneurs en série ayant déjà fait appel au capital-risque lèvent en moyenne 3,7M\$ de plus par tour de table que les entrepreneurs novices. Cette différence de montant est cependant plus petite que celle observée lors du seul premier tour de table, suggérant que l'avantage des entrepreneurs en série ayant déjà sollicité le capital-risque diminue au fil du temps. Cependant, les créateurs en série n'ayant pas fait appel au capital-risque lors de leur précédente création d'entreprise lèvent malgré tout en moyenne 0,8M\$ de plus par tour de table que les entrepreneurs novices. Ceci suggère que, bien que les capitaux-risqueurs ne favorisent pas lors du premier tour de table les entrepreneurs habituels n'ayant pas fait appel à eux précédemment, cette catégorie d'entrepreneurs apprend beaucoup lors de cette expérience de création. Ces connaissances et compétences acquises, qui sont ensuite reconnues par les capitaux-risqueurs, aident ces entrepreneurs en série à lever davantage de fonds lors des tours de table ultérieurs.

En prenant en compte la somme totale des fonds octroyés par entreprise, le montant total levé par les entrepreneurs en série ayant déjà fait appel antérieurement au capital-risque est supérieur de 5,7M\$ à la moyenne, comparé à un écart de 4,1 M\$ lors du seul premier tour. L'écart a donc tendance à s'amenuiser au fil des tours de table ultérieurs. Ceci est cohérent, puisqu'au fil du temps les entrepreneurs, y compris ceux qui n'avaient pas de liens sociaux avec les capitaux-risqueurs, vont progressivement apprendre à se connaître avec ces derniers et ceci permet donc progressivement de surmonter les problèmes d'asymétrie d'information. Ainsi, les entrepreneurs qui n'avaient pas levé de fonds au cours d'une expérience de création antérieure sont de moins en moins désavantagés lors des tours de table ultérieurs.

De manière tout à fait intéressante, les résultats de Zhang semblent ainsi indiquer que l'importance relative des compétences et des connexions établies varie suivant le stade de financement par le capital-risque. A un stade de financement très précoce, ce sont les

connexions de l'entrepreneur avec l'univers du capital-risque (le capital social) qui joueraient le plus grand rôle ; dans les tours de table suivants, le renforcement des compétences entrepreneuriales (le capital humain) prend de plus en plus d'importance.

3.3. Une différence de valorisation des entreprises ?

La valorisation de la start-up est un enjeu important tant pour les entrepreneurs que pour les investisseurs (Hsu, 2007). Cependant, les résultats des études empiriques réalisées sont contrastés. D'après les résultats de Hsu (2007), l'expérience de création antérieure est positivement liée à la valorisation par les capitaux-risqueurs. Ces résultats suggèrent donc que les mesures du capital humain sont liées au développement du capital social (Coleman, 1988) et que la valorisation augmente en proportion du capital humain des fondateurs (ce qui est conforme aux résultats de la littérature sur le capital humain et le capital organisationnel). Ce résultat plaide aussi pour une conceptualisation des ressources organisationnelles de l'entreprise nouvelle sous la forme d'un investissement (augmentant au cours du temps) plutôt que d'une dotation (fixée au départ).

Cependant, les travaux de Gompers et al. (2006) aboutissent à des conclusions différentes. Ces auteurs ont étudié l'influence de l'entrepreneuriat en série sur la valorisation des entreprises. Pour analyser cette question, la méthodologie a consisté à utiliser l'évaluation du premier tour « pre-money »⁶ comme mesure de valorisation. La valorisation « pre-money » est égale au produit du prix payé par action au moment du tour de table et du nombre d'actions en circulation avant le tour de table⁷. Compte tenu du fait que les entrepreneurs en série qui ont déjà réussi dans le passé présentent des taux de réussite plus élevés dans leurs entreprises actuelles, on s'attendrait à ce que ces entreprises-là bénéficient de plus hautes valorisations. Cependant, les résultats ne montrent pas que les entrepreneurs en série (que leur

⁶ La valorisation « pre-money » est perçue comme la valeur actuelle nette de la société, et exclut donc les capitaux supplémentaires levés à l'occasion du tour de table.

⁷ Les calculs sont issus de Venture Source.

précédente entreprise ait connu la réussite ou non) sont en mesure de profiter de leur taux de réussite supérieurs par la vente d'actions à des prix plus élevés. Ceci suggère que les sociétés de capital-risque sont en mesure d'acheter ces actions « au rabais ». Cette conclusion paradoxale est néanmoins cohérente avec les résultats de Kaplan et Stromberg (2003), qui ont examiné les termes des contrats de capital-risque et ont trouvé que les entrepreneurs en série, s'ils ont bénéficié de conditions plus favorables que les entrepreneurs novices, notamment quant au nombre de sièges au conseil d'administration, aux droits de liquidation et aux conditions du financement graduel, n'ont pas reçu une meilleure valorisation de leur entreprise (mesurée en termes de répartition du capital). Ceci pourrait s'expliquer par le fait que leur taux de réussite supérieur rend moins important pour les investisseurs en capital-risque de se protéger par des dispositions de contrôle plus strictes. Gompers et al. (2006) en concluent donc que c'est dans les termes non-financiers de l'investissement que les entrepreneurs en série peuvent extraire une plus grande partie de la valeur face au capital-risque, plutôt que dans la valorisation financière de leur société.

Conclusion

La contribution de cet article se situe à deux niveaux. D'abord, au plan théorique, la mobilisation des champs de l'apprentissage entrepreneurial et du capital organisationnel a permis de mieux comprendre pourquoi les entrepreneurs répétés étaient susceptibles d'être avantagés dans la levée de fonds. Face à l'asymétrie d'information inhérente à la relation entrepreneur/investisseur, l'expérience entrepreneuriale constitue une composante de l'apprentissage entrepreneurial et les entrepreneurs répétés sont ainsi censés disposer d'un capital organisationnel (tant en termes de capital humain que de capital social) supérieur à celui des entrepreneurs novices.

Ensuite, le *survey* réalisé a montré que les atouts présumés des entrepreneurs en série en matière de levée de fonds sont largement confirmés par les études empiriques existantes, que ce soit en termes de rapidité d'accès aux capitaux que de montants levés. En revanche, les résultats relatifs à un avantage en termes de valorisation des entreprises sont plus contrastés.

Les limites de notre contribution tiennent notamment à l'absence d'études empiriques sur ce thème réalisées dans le contexte francophone. Il est à espérer que la communauté des chercheurs en finance entrepreneuriale se saisira de cette thématique, afin de permettre d'approfondir notre compréhension à la fois du processus de financement des start-up et du rôle du capital-risque en tant que contributeur à la création de valeur

Bibliographie

- ALVAREZ, S.A. & BARNEY, J.B., 2004, "Organizing rent generation and appropriation: Toward a theory of the entrepreneurial firm", *Journal of Business Venturing*, Vol.19, n°5, 621–635.
- ARLOTTO J., JM. SAHUT & F. TEULON, 2011. "What is the performance of incubators? The point of view of coached entrepreneurs", *International Journal of Business*, Vol. 16, n°4.
- ARLOTTO J., JM. SAHUT & F. TEULON, 2011. "Le concept de Business Model", *Gestion 2000*, n°5, Septembre-Octobre.
- BAPTISTA, R., KARAÖZ, M., MENDONÇA, J., 2007. "Entrepreneurial Backgrounds, Human Capital and Start-up Success", *Jena Economic Research Papers*, 2007, 045, 1–39.
- BECKER, G.S., 1975. *Human capital*. Chicago: University of Chicago Press.
- BIRLEY, S. & WESTHEAD, P., 1993, "A comparison of new businesses established by novice and habitual founders in Great Britain", *International Small Business Journal*, 12, 38–60.
- BRUDERL, J., PREISENDORFER, P., ZIEGLER, R., 1992, "Survival chances of newly founded business organizations", *American Sociological Review*, Vol. 57, n°2, 227–242.
- BURT, R., 1992, *Structural Holes: The Social Structure of Competition*, Harvard University Press, Boston, MA.
- BYGRAVE, W.D. & J.A. TIMMONS, 1992, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- CARLAND, J.C., CARLAND J.W., & STEWART W.H. Jr., 2000, "The Indefatigable Entrepreneur: A Study of the Dispositions of Multiple Venture Founders", *Journal of Business and Entrepreneurship*, 12, 1-18.
- CARTER, N.M., WILLIAMS, M., & REYNOLDS, P.D., 1997, "Discontinuance among new firms in retail: The influence of initial resources, strategy, and gender", *Journal of Business Venturing*, 12, 125–145.
- CHAMBERS, B.R., HART S.L. & DENISON D.R., 1988, "Founding Team Experience and New Firm Performance", in B. Kirchhoff, W. Long, E. McMullan, K. Vesper and W. Wetzel (eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College.
- COLEMAN, J.S., 1988, "Social capital in the creation of human capital", *American Journal of Sociology*, 94, 95–120.

- COPE, J., 2005, "Toward A Dynamic Learning Perspective of Entrepreneurship", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 29, n°4, 373-397.
- CORNELLI, F. ET YOSHA, O., 2000, "Stage financing and the role of convertible debt", London, *Document de recherche*.
- CUMMING, D.J., 2002, "Contracts and exits in venture capital finance", *Document de recherche*, University of Alberta, AFA 2003 Washington, DC Meetings.
- DAVIDSSON, P. & HONIG, B., 2003, "The role of social and human capital among nascent entrepreneurs", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, n°3, 301-332.
- DENIS, D. J., 2004, "Entrepreneurial finance : an overview of the issues and evidence", *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, 301-326.
- DONCKELS, R., DUPONT, B., & MICHEL, P., 1987, "Multiple business starters. Who? Why? What?", *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 5, 48-63.
- EVANS, D.S. & LEIGHTON, L.S., 1989, "Some empirical aspects of entrepreneurship", *American Economics Review*, 79, 519-535.
- FLORIN, J., LUBATKIN, M., & SCHULZE, W., 2003, "A social capital model of high-growth ventures", *Academy of Management Journal*, Vol. 46, n°3, 374-385.
- FRIED, V.H. & R.D. HISRICH, 1994, "Toward a model of venture capital investment decision making", *Financial Management*, 23, 28-37.
- GARTNER, W.B., 1988, "Who is An Entrepreneur? Is the Wrong Question", *American Journal of Small Business*, Vol. 12, n° 4, 11-32.
- GIMENO, J., T. FOLTA, A. COOPER & C. WOO, 1997, "Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms", *Administrative Science Quarterly*, 42, 750-783.
- GOMPERS, P. & J. LERNER, 2000, "Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations," *Journal of Financial Economics*, 55, 281-325.
- GOMPERS, P., A. KOVNER, J.LERNER & D. SCHARFSTEIN, 2006, "Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs", NBER Working Paper No. 12592.
- GRANOVETTER, M., 1985, "Economic action and social structure: The problem of embeddedness", *American Journal of Sociology*, Vol. 91, n°3, 481-510.
- HALL, P., 1995, "Habitual owners of small businesses", in Chittenden, F., M. Robertson & I. Marshall (eds), *Small firms : Partnerships for growth*, Paul Chapman Publishing, London.
- HARVEY, M. & EVANS, R., 1995, "Strategic Windows in the Entrepreneurial Process", *Journal of Business Venturing*, 10, 331-347.
- HELLMANN, T. & M. PURI, 2002, "Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence", *Journal of Finance*, 57, 169-197.
- HISRICH, R. D. & A. D. JANKOWITZ, 1990, "Intuition in Venture Capital Decisions: An Exploratory Study Using a New Technique", *Journal of Business Venturing*, 5, 49-62.
- HOANG, H. & ANTONCIC, B., 2003, "Network-based research in entrepreneurship: A critical review". *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, n°2, 165-188.
- HOCHBERG, Y., A. LJUNGQVIST & Y. LU, 2007, "Venture capital networks and investment performance", *Journal of Finance*, 62, 251-301.
- HSU, D.H., 2007, "Experienced Entrepreneurial Founders and Venture Capital Funding", *Research Policy*, 36, 722-741.
- HUTT, R. W. & B. THOMAS, 1985, "Venture Capital in Arizona", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 155-169.
- KAPLAN, S. & P. STRÖMBERG, 2003, "Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies*, 70, 281-316.
- KAPLAN, S. & P. STRÖMBERG, 2004, "Contracts, Characteristics, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses", *Journal of Finance*, 59, 2177-2210.

- KOLVEREID, L. & E. BULLVAG, 1993, "Novices Versus Experienced Founders: An exploratory Investigation", In S. Birley and I. MacMillian (eds.), *Entrepreneurship Research: Global Perspectives*, Elsevier Science Publishers, Amsterdam, 275-285.
- LACHMAN, H., 1999, *Capital-risque et capital-investissement*, Paris, Economica.
- LIN, N., W. ENSEL, & VAUGHN, J., 1981, "Social resources and strength of ties: Structural factors in occupational status attainment", *American Sociological Review*, Vol. 46, n°4, 393-405.
- MACMILLAN, I.C., 1986, "To really learn about entrepreneurship, let's study habitual entrepreneurs," *Journal of Business Venturing*, 1, 241-243.
- MARINO, K.E. & DE NOBLE, A.F., 1997, "Growth and Early Returns in Technology-Based Manufacturing Ventures", *Journal of High Technology Management Research*, Vol. 8, n°2, 225-242.
- MARSDEN, P.V., 1982, Brokerage behavior in restricted exchange networks. In: P.V. Marsden and Nan. Lin, Editors, *Social Structure and Network Analysis*, Sage, Beverly Hills, CA.
- MINNITI, M. & W. BYGRAVE, 2001, "A Dynamic Model of Entrepreneurial Learning", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 25, 5-16
- MNEJJA A., JM. SAHUT & F. TEULON, 2012, "Entreprises non cotées et différence d'évaluation entre LBO et M&A", *Gestion 2000*, Vol. 29, n° 6.
- PAOLI-GAGIN V., V. LALANDE DE, 2000, *Le capital-risque*, Paris, Gualino Editeur.
- POLITIS, D., 2005, "The Process of Entrepreneurial Learning: A Conceptual Framework", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 29, n°4, 399-424.
- RAUCH, A. & FRESE, M., 2000, "Human capital of small scale business owners and business success: A longitudinal study of moderators and mediators", ICSB World Conference 2000, June, Brisbane.
- REDIS, J., 2009, *Finance entrepreneuriale – Le créateur d'entreprise et les investisseurs en capital*, DeBoeck, Coll. Petites entreprises et entrepreneuriat, Bruxelles.
- ROBINSON, P.B. & E.A. SEXTON, 1994, "The effect of education and experience on self-employment success", *Journal of Business Venturing*, 9, 141-156.
- SAINT-PIERRE, J., 2010, "La finance entrepreneuriale, vrai champ de recherche ?", *Expansion Entrepreneuriat*, n°8, décembre, 6-15.
- SCHAPER, M., G. MANKELOW, & B. GIBSON, 2005, "Serial Entrepreneurship: An Exploratory Analysis of Australian Firms", 50th International Council for Small Business (ICSB) World Conference.
- SCHOLLHAMMER, H., 1991, "Incidence and determinants of multiple entrepreneurship", In W.D.B.N.C. Churchill, J.G. Covin, D.L. Sexton, D.P. Slevin, K.H. Vesper, & W.E. Wetzel, Jr. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research*, Wellesley, MA: Babson College, 11-24.
- SCOTT, M. & P. ROSA, 1996, "Opinion: Has firm level analysis reached its limits? Time for a rethink", *International Small Business Journal*, Vol. 14, n°4, 81-89.
- SHANE, S. & D. CABLE, 2002, "Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures", *Management Science*, 48, 364-381.
- SHANE, S. & T. STUART, 2002, "Organizational endowments and the performance of university start-ups", *Management Science*, 48, 154-170.
- SHANE, S. & S. VENKATARAMAN, 2000, "The promise of entrepreneurship as a field of research", *Academy of Management Review*, Vol. 25, n°1, 217-226.
- SHEPHERD, D. A. & A. ZACHARAKIS, 1999, "Conjoint Analysis: A New Methodology for Researching the Decision Policies of Venture Capitalists", *Venture Capital*, 1, 197-217.
- SHEPHERD, D.A., DOUGLAS, E.J., SHANLEY, M., 2000, "New venture survival: ignorance, external shocks, and risk reduction strategies", *Journal of Business Venturing*, 15, 393-410.
- SNELL, S.A. & DEAN, J.W., 1992, "Integrated manufacturing and human resource management: a human capital perspective", *Academy of Management Journal*, Vol. 35, n°3, 467-504.
- SORENSEN, O. & T.E. STUART, 2001, "Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments", *American Journal of Sociology*, 106, 1546-1586.

- SPENCE, A.M., 1974, *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- STARR, J.A. & W.D. BYGRAVE, 1991, "The Assets and Liabilities of Prior Start-up Experience: An Exploratory Study of Multiple Venture Entrepreneurs", In CHURCHILL, N.C., W.D. BYGRAVE, J.G. COVIN, D.L. SEXTON, D.P. SLEVIN, K.H. VESPER, & W.E. WETZEL (eds), *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Babson College, 213–227.
- TYEBJEE, T.T. & A.V. BRUNO, 1981, "Venture Capital Decision Making: Preliminary Results from Three Empirical Studies", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 316-334.
- TRESTER J., 1998, "Venture capital contracting under asymmetric information", *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, 675-699.
- UCBASARAN, D., WESTHEAD, P., WRIGHT, M. & BINKS, M., 2003, "Does entrepreneurial experience influence opportunity identification?", *Journal of Private Equity*, Vol. 7, 1, 7–14.
- WESTHEAD, P., 1997, "Ambitions, 'external' environment and strategic factor differences between family and non-family unquoted companies", *Entrepreneurship & Reg. Develop.*, 9, 127–57.
- WESTHEAD, P. & M. WRIGHT, 1998, "Novice, serial and portfolio founders: Are they different?", *Journal of Business Venturing*, 13, 173–204.
- WESTHEAD, P., D. UCBASARAN, & M. WRIGHT, 2005, "Decisions, actions and performance: Do novice, serial and portfolio entrepreneurs differ?", *Journal of Small Business Management*, Vol. 43, n°4, 393–417.
- WIKLUND, J. & SHEPHERD, D.A., 2008, "Portfolio Entrepreneurship: Habitual and Novice Founders, New Entry, and Mode of Organizing", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32, n°4, 701-725.
- WRIGHT, M., K. ROBBIE & C. ENNEW, 1997, "Venture capitalists and serial entrepreneurs", *Journal of Business Venturing*, Vol. 12, n°3, 227–249.
- WRIGHT, M., P. WESTHEAD, & J. SOHL, 1998, "Editors' introduction: Habitual entrepreneurs and angel investors", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 22, n°4, 5–21.
- ZHANG, J., 2007, "Access to Venture Capital and the Performance of Venture-Backed Start-Ups in Silicon Valley", *Economic Development Quarterly*, Vol. 21, n°2, 124-147.
- ZHANG, J., 2011, "The Advantage of experienced start-up founders in venture capital acquisition: evidence from serial entrepreneurs", *Small Business Economics*, Vol. 36, n°2, 187-208.