

# La valeur financière des start-ups non cotées

## Thomas Houy

Maître de Conférences en Sciences de Gestion  
TELECOM ParisTech  
Département Sciences Economiques et Sociales  
46 rue Barrault - F-75634 Paris Cedex 13  
Mail : [thomas.houy@telecom-paristech.fr](mailto:thomas.houy@telecom-paristech.fr)  
Tel : 01 45 81 71 13

Sept ans après sa création, Uber n'est toujours pas entré en bourse. L'entreprise subit des pertes de plusieurs centaines de millions de dollars chaque trimestre. Pourtant sa valeur financière reste très élevée et atteint les 50 milliards de dollars. Comment est-ce possible ?

### 1. Le calcul de la valeur financière d'une start-up non cotée.

La valeur financière d'une start-up non cotée est directement liée au montant qu'un agent économique est prêt à payer pour la détenir.

Lorsqu'une start-up se crée, elle ne génère aucun revenu. Personne n'est donc disposé à payer pour détenir cette entreprise. A sa création, la valeur financière d'une start-up est nulle.

Au fur et à mesure de sa croissance, la start-up exprime son potentiel et suscite de l'intérêt. Des agents économiques, extérieurs à l'entreprise, deviennent alors intéressés à payer pour détenir tout ou partie de la start-up. Le prix consenti par ces agents pour entrer au capital de l'entreprise détermine mécaniquement la valeur financière de la start-up.

Prenons un exemple concret : si un investisseur est prêt à payer 1 million d'euros en échange de 25% d'une start-up, alors la valeur financière de cette start-up sera automatiquement fixée à 4 millions d'euros.

Lorsque la start-up continue de grandir et souhaite se refinancer, elle peut ouvrir son capital autant de fois que de besoin. Le prix auquel s'échangent alors les parts sociales de la start-up redonne, à chaque tour, la nouvelle valeur financière de l'entreprise.

Remarquons donc que c'est uniquement à l'occasion de l'ouverture du capital de la start-up à des agents économiques tiers qu'il devient possible d'obtenir une information objective sur la valeur financière d'une start-up non cotée.

Le montant payé par un investisseur pour posséder une partie du capital de la start-up donne lieu à des débats sans fin entre observateurs. Cet investisseur a-t-il acheté trop cher les parts sociales de la start-up et l'a-t-il de ce fait surévaluée ? Chacun se forge son propre avis en fonction de ses croyances personnelles sur le potentiel de la start-up et sa perception de la capacité de l'investisseur à revendre à terme ses participations à un prix supérieur à celui auquel il les a acquises.

### 2. Une valeur financière parfois déconnectée des résultats à court terme

Les produits et les services délivrés par une entreprise numérique bénéficient souvent d'effets réseaux. L'entreprise est alors protégée de toute forme de concurrence et agit en monopole. Pour cette raison, on dit souvent que l'économie numérique promeut des structures de marché "*winner takes all*".

Pour obtenir une place de leader et bénéficier de ces effets réseaux protecteurs, les start-ups doivent déployer vite et à très grande échelle leur solution. A court terme, elles sont donc prêtes à perdre beaucoup d'argent pour obtenir cette position de "*winner*" et ainsi prendre tout le marché.

C'est exactement ce qui se passe avec Uber. La stratégie de l'entreprise et de ses investisseurs consiste à déployer très rapidement son service sur un maximum de territoires pour attaquer le plus rapidement possible le marché des Véhicules de Tourisme avec Chauffeur dans le monde entier. Cette stratégie de déploiement rapide et global génère des dépenses extrêmement importantes et provoque des pertes significatives à court terme. Pour autant, ces pertes n'affectent pas la valeur financière de l'entreprise car les investisseurs croient en cette stratégie et continuent à être prêts à payer très cher leur participation au sein de cette entreprise.

### **3. L'impact de la valeur financière d'une start-up sur ses détenteurs**

Lorsque la valeur financière d'une start-up ne cesse d'augmenter à chaque tour de financement, tous les détenteurs de parts sociales voient leur actif augmenter. En revanche, lorsque la valeur financière d'une start-up diminue à l'occasion d'un tour de financement, les détenteurs de parts sociales vont être traités de manière inégale en fonction du contrat qui les lie.

La "*clause de liquidation préférentielle*" établit quels seront les détenteurs de parts sociales prioritaires en cas de revente de la société. Les derniers arrivés au capital de l'entreprise sont souvent les mieux placés pour négocier une clause de liquidation préférentielle en leur faveur. Par opposition, les fondateurs d'une start-up étant toujours les premiers investisseurs au capital d'une start-up, ils sont généralement les moins bien servis.

Indépendamment de la dilution du capital des fondateurs à chaque tour de financement, cette clause de liquidation préférentielle explique pourquoi beaucoup de fondateurs de start-ups ne récupèrent pas toutes les sommes d'argent qu'ils espéraient au moment de la revente de leur société.

Finalement, se positionner sur la valorisation excessive d'Uber ou d'une start-up en général revient à afficher une croyance sur les éventuelles difficultés à venir pour les investisseurs à revendre leur participation au capital de cette entreprise. La déconnection parfois observée entre les résultats opérationnels de la start-up et sa valeur financière s'explique bien compte tenu du fonctionnement de l'économie numérique. Les pertes à court terme sont compréhensibles sur une structure de marché « *winner takes all* ». Jusqu'à un certain point tout de même. Car le niveau et la persistance de ces pertes peuvent parfois légitimement inquiéter. Le cas échéant, pour éviter de perdre trop d'argent dans le cas où la valeur financière de la start-up diminuerait drastiquement, il est fort à parier que les derniers investisseurs se sont protégés avec des clauses de liquidation préférentielle à leur avantage.