

Quand les licornes font des bulles

Justin Delepine , *Alternatives économiques*, 11 août 2017

Derrière les succès des grandes start-ups mondiales se cache-t-il une bulle financière ? Deux chercheurs des universités de Stanford et de Colombie Britannique [ont étudié les cas de plus de 100 licornes](#) – ces start-up à succès dont la valorisation dépasse le milliard de dollars – et parviennent à la conclusion qu’elles sont toutes largement surévaluées.

Selon eux, cette surévaluation s’élève en moyenne à 48 %, mais pour une dizaine de start-up, elle dépasserait même les 100 %. Ramenées à leur valeur réelle, 53 licornes sur les 116 étudiées ne pourraient donc pas prétendre à ce titre, c’est-à-dire qu’elles n’atteindraient pas une valorisation de 1 milliard de dollars.

Des actions avec des valeurs différentes

Comment les deux chercheurs sont-ils parvenus à un tel résultat ? Pour expliquer cette surévaluation, les auteurs mettent en avant le non-sens de l’uniformité du prix des actions.

Pour calculer la valeur d’une start-up, on se base en effet sur la valeur des actions en leur attribuant toutes un même prix, pointent les deux chercheurs. Or, selon eux, elles n’ont pas du tout la même valeur, selon le moment où elles ont été émises. Ainsi, plus la start-up se développe, plus elle a tendance à offrir dans ses actions des garanties importantes, de retour sur investissement notamment, dans le but d’attirer de plus gros investisseurs. Les chercheurs avancent qu’en moyenne les licornes émettent huit types d’actions différents. Les dernières émises présentent donc en général une valeur réelle supérieure aux précédentes, mais le fait qu’elles aient le même prix tend à surévaluer le tout.

Les deux auteurs de cette étude ont donc pris en compte ces différences dans leurs calculs et mis en place un modèle financier pour estimer la « valeur réelle » de ces start-ups. Cette dernière, comparée à la valorisation officielle de l’entreprise, permet d’avancer le montant de la survalorisation.

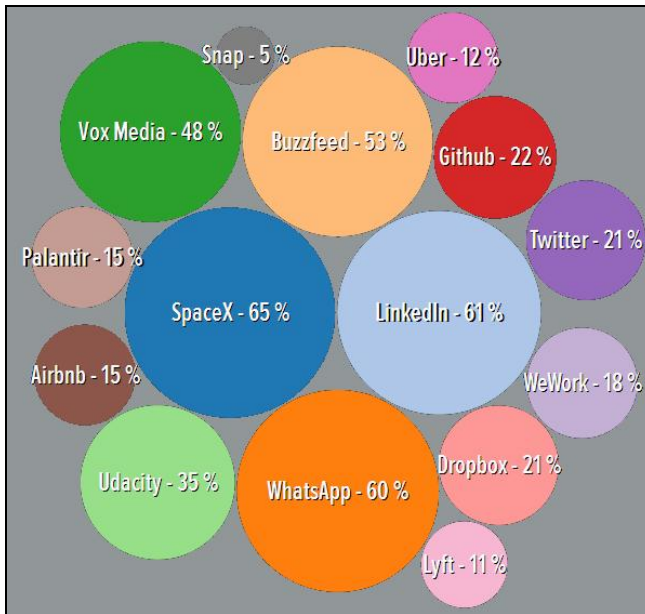
Whatsapp survalorisée de 60 %

Parmi les pépites de la Silicon Valley, SpaceX, la société spatiale d’Elon Musk, patron de Tesla, valorisée 10,5 milliards de dollars, ne vaudrait en réalité que 6,4 milliards : elle serait par conséquent survalorisée de 65 %. Cet écart serait de 60 % pour Whatsapp, de 21 % pour Dropbox ou Twitter, de 15 % pour Airbnb, ou encore de 12 % pour Uber.

Ces résultats apportent de l’eau au moulin des observateurs qui craignent [l’existence d’une bulle financière](#) autour des valeurs montantes du numérique. Si ces calculs sont cependant à prendre avec prudence – car il est difficile d’évaluer précisément la valeur d’une entreprise – le montant des valorisations n’en reste pas moins inquiétant. Uber en est un des meilleurs exemples : valorisée à près 70 milliards de dollars, elle ne vaudrait que 60 milliards selon les chercheurs. L’entreprise de VTC n’est d’ailleurs [aujourd’hui pas encore rentable](#), et a même perdu 2,8 milliards de dollars l’année dernière. Elle ne subsiste donc que par la croyance des investisseurs en ses profits futurs.

LinkedIn, WhatsApp ou SpaceX largement survalorisées

Ecart entre la valorisation et la valeur réelle, en %

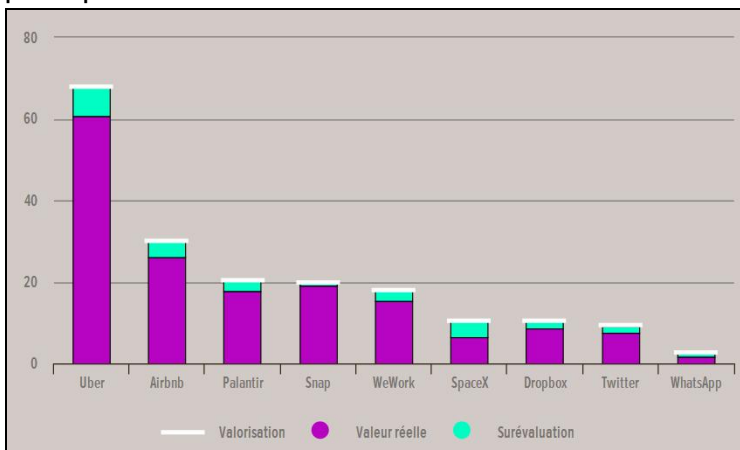


Source : Will Gornall & Ilya A. Strebulaev

Si ces profits ne sont pas à la hauteur, ou pire n'adviennent pas, ceux qui ont investi en seront pour leur frais. Le risque étant que ce type de scénario catastrophe concerne de nombreuses start-up. Ainsi plus les sommes et le nombre d'investisseurs touchés – que ce soit des petits, des gros, des employés de start-up ou des fonds d'investissement – sont importants, plus l'éclatement de la bulle peut avoir des effets retentissants sur l'ensemble de l'économie.

Des survalorisations de plusieurs milliards de dollars

Valorisation, survalorisation et valeur réelle des principales licornes, en milliards de dollars



Source : Will Gornall & Ilya A. Strebulaev

Il est cependant logique que ces entreprises aient besoin de financements importants pour soutenir leur forte croissance et conquérir rapidement des parts de marchés. Mais à terme, cette forte croissance doit générer des bénéfices, qui viendront valider leur modèle économique.