

# Réponses aux 50 questions à connaître pour rentrer en banque d'affaires ou en fonds d'investissement

*Note liminaire : Les réponses aux questions posées sont volontairement simples et succinctes. Le lecteur pourra retrouver dans le chapitre correspondant de l'ouvrage un approfondissement.*

## Introduction et dynamique stratégique d'une opération de fusion acquisition

1. Les trois principaux états financiers d'une entreprise sont le compte de résultat, le tableau de flux de trésorerie et le bilan. Les principaux éléments de chaque état financier sont :
  - Compte de résultat : chiffre d'affaires, charges variables, marge brute, charges fixes, EBITDA, EBIT, EBT et résultat net.
  - Tableau de flux de trésorerie : amortissements et dépréciations, variation du besoin en fonds de roulement, Capex, acquisitions/cessions, variation de la dette financière brute, rachat d'actions/augmentation de capital, dividendes
  - Bilan (patrimonial) : actifs non courants (PP&E, actifs incorporels, goodwill), actifs courants (trésorerie et équivalents, stocks, créances clients), capitaux propres (capital social, réserves, intérêts minoritaires), dettes (dettes d'exploitation, dettes financières)
2. Les principaux éléments à intégrer dans un pitch sont la présentation de la banque (équipes, credentials), du marché de l'entreprise, une présentation de l'entreprise elle-même (activité, KPIs, management, développements récents), mais aussi une valorisation préliminaire, des acheteurs potentiels, et enfin un calendrier indicatif.
3. Pour analyser le besoin en fonds de roulement, le bilan constitue l'état financier de référence, particulièrement lorsqu'il est disponible sur plusieurs exercices consécutifs. Le bilan offre une vision détaillée en décomposant le BFR en ses éléments constitutifs (stocks, créances clients, dettes fournisseurs), permettant d'identifier précisément les postes problématiques, tandis que la comparaison entre deux bilans consécutifs permet de calculer la variation du BFR et son impact sur les besoins de financement.
4. Question tristement comptable mais indispensable. Les dotations aux amortissements augmentent de 10 millions d'euros, l'EBIT est donc impacté négativement du même montant. Après impôt, le résultat net diminue de 7,5 millions d'euros ( $10 - 10 \times 25 \% = 7,5$ ). Les dotations aux amortissements étant des charges non décaissées, elles réduisent néanmoins l'impôt de 2,5 millions d'euros, générant ainsi un gain de trésorerie équivalent. La trésorerie d'exploitation augmente ainsi de 2,5 millions d'euros. Les cash flows d'investissement et de financement ne sont pas impactés. A l'actif du bilan, la trésorerie a augmenté de 2,5 millions d'euros, et la dotation aux amortissements a réduit les actifs immobilisés de 10 millions d'euros. Au passif, le résultat net est réduit de 7,5 millions d'euros.
5. Le compte de résultat enregistre une charge financière totale de 100 euros, générant une économie d'impôt de 25 euros. Le résultat net diminue ainsi de 75 euros. Dans le tableau de flux de trésorerie, on part de ce résultat net négatif, auquel on réintègre la charge non décaissée liée aux intérêts PIK (+50 euros). Le flux de trésorerie diminue donc de 25 euros. Au bilan, la trésorerie recule de 25 euros, la dette financière augmente de 50 euros du fait de la capitalisation des intérêts PIK, et les capitaux propres diminuent de 75 euros en raison du résultat net négatif.

6. La société a pu être surendettée, avec des flux de trésorerie insuffisants pour couvrir le service de la dette, malgré un EBITDA positif. Des investissements importants ou un besoin en fonds de roulement élevé ont également pu peser sur la trésorerie. Enfin, une charge exceptionnelle, telle qu'une provision liée à un litige, une amende ou un sinistre non assuré, a pu conduire à la liquidation.
7. Un BFR négatif traduit que l'entreprise encaisse ses clients avant de payer ses fournisseurs, ce qui améliore sa trésorerie et réduit son besoin de financement. Ce n'est pas forcément un signe de meilleure performance, mais plutôt une caractéristique du modèle économique (comme dans la distribution). La performance dépend surtout de la rentabilité et de la génération de cash global.
8. Une augmentation de 10 jours du délai de paiement des fournisseurs représente une source de trésorerie pour l'entreprise.
9. Une charge d'exploitation est une dépense enregistrée immédiatement dans le compte de résultat car elle concerne l'activité courante de l'exercice (salaires, loyers, matières premières). Une dépense d'investissement concerne l'acquisition d'un actif durable (machine, logiciel, bâtiment) utilisé sur plusieurs années. Elle est inscrite à l'actif du bilan et amortie progressivement.
10. Les comparables doivent être choisis selon des critères de secteur d'activité, de modèle économique, de zone géographique, de taille (chiffre d'affaires, EBITDA, capitalisation) et de profil de croissance et de rentabilité similaires.
11. La baisse du multiple de A traduit une hausse attendue de son EBITDA, tandis que la hausse du multiple de B reflète une diminution anticipée du sien. Cependant, même si les performances opérationnelles de A s'améliorent, le marché accorde davantage de valeur aux perspectives de B, en témoignent ses multiples d'EBITDA supérieurs.
12. Conceptuellement, le multiple EV/EBIT est plus pertinent car il tient compte des amortissements, et donc de la politique d'investissement de l'entreprise. En revanche, dans la pratique, le multiple EV/EBITDA est le plus utilisé, car il est plus facile à comparer entre entreprises et moins sensible aux politiques d'amortissement.
13. Il faut démontrer le potentiel économique du produit malgré son caractère « inusable ». Vous pouvez insister sur la taille du marché adressable, le prix élevé justifié par la qualité, ainsi que sur les avantages compétitifs durables (technologie brevetée, marque forte). L'objectif est de convaincre les investisseurs qu'il existe un modèle économique rentable et scalable, au-delà de la simple vente unique du produit.
14. Le multiple le plus approprié pour évaluer une société foncière est le Price to Net Asset Value (P/NAV), car la valeur de ces sociétés dépend principalement de leurs actifs immobiliers. Ce multiple permet de comparer le prix de marché à la valeur réelle du patrimoine détenu.
15. Dans ce contexte, la méthode intrinsèque, fondée sur les flux de trésorerie actualisés (DCF), est la plus pertinente. Elle permet de prendre en compte l'impact futur du programme d'investissement sur les cash-flows et la création de valeur. La méthode analogique, basée sur des comparables, refléterait moins bien ces évolutions spécifiques à l'entreprise.

16. On raisonne d'abord en valeur d'entreprise, car elle reflète la valeur opérationnelle indépendamment de la structure financière. Ensuite, on déduit la valeur des capitaux propres pour déterminer le prix payé aux actionnaires.
17. La réduction du taux d'actualisation à 9 % aura un impact plus important sur la valeur d'entreprise. En effet, le DCF est très sensible au taux d'actualisation, surtout dans le calcul de la valeur terminale, tandis qu'une variation modérée du taux de croissance a un effet moindre.
18. Dans une analyse DCF, le traitement du désendettement dépend du type de flux utilisé. Si l'on valorise à partir des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF), les remboursements de dette ne sont pas intégrés directement dans les flux, car ceux-ci sont calculés avant service de la dette ; la dette projetée intervient seulement au moment où l'on passe de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. En revanche, dans une approche par les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires (FCFE), les remboursements de dette sont pris en compte dans les flux puisqu'ils affectent le cash réellement disponible pour les actionnaires. Enfin, si la structure financière évolue fortement, on peut envisager un ajustement du WACC pour refléter le profil cible de dette à long terme.
19. Produits d'hygiène : bêta inférieur à 1, car la demande est stable et peu sensible aux cycles économiques. Constructeur automobile : bêta proche ou légèrement supérieur à 1, car l'activité est cyclique et dépend du pouvoir d'achat. Compagnie aérienne : bêta supérieur à 1, en raison d'une forte sensibilité aux cycles économiques et aux coûts variables (carburant, demande).
20. Non, l'entreprise cotée aura généralement une valeur plus élevée, car la liquidité et la transparence du marché réduisent le risque perçu. L'entreprise privée subit une décote d'illiquidité, reflétant la difficulté à céder rapidement ses titres.
21. Le WACC varie selon la structure financière (poids de la dette et des capitaux propres), le coût de la dette (taux d'intérêt, notation) et le coût des fonds propres (bêta, prime de risque). Il évolue aussi avec les conditions de marché et le niveau de risque perçu de l'entreprise.
22. L'entreprise B, non endettée, aura probablement un WACC plus élevé, car elle ne bénéficie pas de l'avantage fiscal lié à la dette et son financement repose entièrement sur des fonds propres, plus coûteux.
23. La valeur de marché d'une dette se calcule en actualisant les flux futurs (intérêts et principal) au taux de rendement exigé par le marché pour une dette de même risque et maturité.
24. Une augmentation de capital de 100 M€ n'affecte pas la valeur d'entreprise, mais augmente la valeur des capitaux propres du même montant. Une augmentation de dette de 100 M€ laisse également la valeur d'entreprise inchangée et n'a aucun impact sur la valeur des capitaux propres, puisqu'il s'agit simplement d'un changement dans la structure de financement. Enfin, le versement d'un dividende de 100 M€ ne modifie pas la valeur d'entreprise, mais réduit la valeur des capitaux propres du montant distribué.
25. Les apports de trésorerie issus des instruments dilutifs augmentent bien la valeur des capitaux propres. En revanche, une hausse de 15 % semble excessive : c'est l'ordre de grandeur d'une augmentation de capital. Il est donc conseillé de revoir vos calculs.

26. Le goodwill correspond à l'écart entre le prix payé pour acquérir une société et la quote part des capitaux propres de cette société qui revient à l'acquéreur. Il est créé lorsque l'acquéreur paie une prime pour des éléments immatériels non comptabilisés, comme la marque, la clientèle ou les synergies attendues.
27. Une clause de complément de prix prévoit un paiement différé au vendeur si certains objectifs futurs sont atteints. En pratique, elle présente plusieurs inconvénients : la difficulté de définir des critères objectifs et vérifiables et le risque de conflits de gestion en sont des exemples.
28. L'entreprise compte 100 actions en circulation, valorisées 10 € chacune, soit une valeur des capitaux propres de 1 000 €. Elle a également 10 options avec un prix d'exercice de 5 €. Si ces options sont exercées, l'entreprise recevra  $10 \times 5 = 50$  € de trésorerie supplémentaire et le nombre total d'actions passera de 100 à 110. La valeur diluée des capitaux propres sera alors de  $1\ 000 \text{ €} + 50 \text{ €} = 1\ 050 \text{ €}$ , tandis que la valeur par action deviendra  $1\ 050 / 110 = 9,55 \text{ €}$ . Ainsi, la valeur totale augmente légèrement grâce à l'apport de trésorerie, mais la valeur par action diminue en raison de la dilution.
29. La valeur d'entreprise de l'entité combinée est de 240 €, sa dette nette s'élève à 90 € et ses capitaux propres à 150 €.
30. Le BPA de la société A diminue, ce qui rend l'opération dilutive. La société A peut néanmoins être motivée par d'autres objectifs stratégiques : synergies, diversification, accès à de nouveaux marchés, à un savoir-faire ou à une technologie.
31. Si les obligations convertibles sont dans la monnaie, elles sont considérées comme converties en actions. Si elles sont hors de la monnaie, elles restent traitées comme de la dette et sont déduites de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres.
32. Le choix dépend du profil de risque de l'investisseur : la première entreprise offre plus de croissance mais aussi plus de risque, tandis que la seconde privilégie la stabilité financière.
33. L'EBITDA combiné des sociétés A et B est de 400 € (300 € + 100 €). Les synergies de coûts apportent un gain direct de 20 €, et les synergies de revenus de 20 € génèrent un EBITDA additionnel de 12 € compte tenu d'une marge brute de 60 %. Ainsi, l'EBITDA pro forma de l'entité combinée s'élève à 432 €.
34. Cette situation peut s'expliquer par une surestimation initiale des synergies ou une intégration mal exécutée. Les différences de cultures d'entreprise, de systèmes informatiques ou de processus internes peuvent freiner la réalisation des gains attendus. De plus, des coûts cachés liés à la restructuration, à la réorganisation ou au départ de talents clés peuvent apparaître.
35. En cas de paiement en actions, l'opération est accréditrice si le PER de la cible est inférieur à celui de l'acquéreur. En cas de paiement en numéraire, elle est accréditrice si le rendement des bénéfices de la cible (1/PER) est supérieur au coût du financement, c'est-à-dire au coût de la dette après impôt ou au rendement après impôt auquel l'acquéreur renonce sur sa trésorerie. Ces règles offrent une évaluation rapide, mais il convient également de prendre en compte d'autres facteurs tels que les synergies ou les coûts de transaction.
36. Elle dispose de flux de trésorerie stables et prévisibles, d'un faible besoin d'investissement (capex limité), et d'un endettement initial modéré permettant de supporter une dette supplémentaire. Elle

opère sur un marché mature avec une position concurrentielle solide et des marges élevées. Enfin, elle offre des leviers de création de valeur clairs, comme une amélioration de la performance opérationnelle ou des opportunités de croissance.

37. En général, ce sont les acheteurs industriels qui ont le plus de chances de remporter l'enchère, car ils peuvent proposer un prix plus élevé grâce aux synergies qu'ils anticipent.
38. Les banquiers souhaitent mettre en place une structure de dette adaptée au nouvel actionariat et au plan de financement du LBO, avec des conditions cohérentes (maturité, sûretés, covenants). Cela leur permet aussi de sécuriser leurs garanties et de mieux maîtriser le risque associé à la nouvelle opération.
39. La présence d'intérêts minoritaires dans une cible peut poser des difficultés dans un LBO, car ils limitent le contrôle total de l'investisseur et peuvent réduire la part des flux de trésorerie disponible pour le remboursement de la dette. Ils peuvent également compliquer la modélisation financière, notamment dans le calcul du levier ou des flux disponibles, et créer des contraintes de gouvernance si les minoritaires disposent de droits particuliers.
40. Le versement d'un dividende exceptionnel issu d'un refinancement permet au fonds de récupérer une partie de sa mise plus tôt, ce qui améliore le TRI.
41. La prime de contrôle correspond au surprix payé par un acquéreur par rapport à la valeur de marché d'une entreprise pour en prendre le contrôle. Elle rémunère le pouvoir décisionnel et les synergies potentielles. Elle se calcule en comparant le prix payé par action au cours de bourse avant l'annonce de l'opération.
42. Ce n'est pas nécessairement un mauvais deal. Si le fonds a déjà perçu des dividendes pendant la période de détention, il peut avoir obtenu un rendement positif même en revendant au prix de sa mise initiale. De plus, dans certains cas, préserver le capital investi dans un contexte difficile peut être considéré comme un résultat acceptable.
43. Les multiples de transactions donnent généralement une valeur plus élevée que les multiples boursiers, car ils incluent une prime de contrôle et les synergies anticipées par les acquéreurs. La méthode DCF, très sensible aux hypothèses retenues, peut aboutir à une valeur supérieure ou inférieure aux deux autres approches.
44. Dans ce cas, votre marge de manœuvre est limitée puisque vous détenez une participation minoritaire de 20 % sans pacte d'actionnaires et sans droit de contrôle. Vous pouvez d'abord chercher à négocier une cession à la famille actionnaire majoritaire, qui pourrait vouloir reprendre l'intégralité du capital. Si celle-ci n'est pas intéressée, vous pouvez envisager une cession à un investisseur tiers, mais cette option est souvent difficile, car une participation minoritaire non cotée, sans droits spécifiques ni liquidité, est généralement peu attractive et fait l'objet d'une décote importante. Une autre possibilité consiste à attendre une opération future (introduction en bourse, rachat par un fonds) qui créerait une fenêtre de liquidité.
45. Le paiement en cash est simple et immédiat : il offre une visibilité claire sur la valeur pour le vendeur et évite la dilution pour l'acquéreur, mais il réduit la trésorerie ou augmente la dette, ce qui accroît le risque financier. Le paiement en titres préserve la trésorerie et peut aligner les intérêts avec le vendeur, mais il entraîne une dilution des actionnaires existants et expose le vendeur à l'évolution du cours de l'acquéreur.

46. Un banquier d'affaires préfère généralement un mandat vendeur, car il contrôle le processus : il organise la vente, choisit les acheteurs sollicités et maîtrise le calendrier ainsi que la diffusion des informations. À l'inverse, dans un mandat acheteur, il est en concurrence avec d'autres acquéreurs potentiels, ce qui réduit la probabilité de succès
47. Une page de profil doit présenter de manière synthétique les informations essentielles de la société : description de l'activité, du secteur et du positionnement, présence géographique, chiffres clés récents (chiffre d'affaires, EBITDA, marges, croissance, effectifs), structure actionnariale, management, atouts stratégiques et développements récents.
48. L'entreprise A dispose initialement d'un EBITDA consolidé de 100 et d'une dette nette de 700, soit un levier de 7x. Sa filiale, avec un EBITDA de 20 et un levier de 4x, porte une dette de 80 et une valeur d'entreprise de 400 si elle est vendue à un multiple de 20x, ce qui correspond à une valeur des fonds propres de 320. En procédant à cette vente, A ne consolide plus ni l'EBITDA de 20 ni la dette de 80, et elle encaisse 320 de produit net. Sa nouvelle dette nette devient alors  $700 - 80 - 320 = 300$ , pour un EBITDA de 80, soit un levier de 3,75x. Pour maintenir un levier inchangé de 7x après la cession, la dette nette post-opération devrait être de  $7 \times 80 = 560$ , ce qui impose une réduction de dette de 140. Comme la sortie de la dette filiale en représente déjà 80, le produit net de cession doit être de 60, impliquant une valeur d'entreprise de  $60 + 80 = 140$ , soit un multiple de 7x EBITDA.
49. Lors du calcul d'un multiple d'EBITDA, il est essentiel d'assurer la cohérence entre le numérateur (valeur d'entreprise) et le dénominateur (EBITDA). D'abord, concernant IFRS 16, les loyers opérationnels sont remplacés par des amortissements et des intérêts, ce qui augmente l'EBITDA ; il convient donc d'utiliser un EBITDA post-IFRS 16 avec une valeur d'entreprise incluant la dette locative, ou inversement, un EBITDA pré-IFRS 16 avec une VE excluant cette dette, pour garantir la comparabilité. Ensuite, si l'entreprise capitalise ses frais de R&D, cela gonfle artificiellement l'EBITDA puisque une partie des dépenses est capitalisée plutôt que passée en charges ; il faut donc réintégrer les frais de R&D capitalisés pour obtenir un EBITDA plus représentatif de la performance opérationnelle courante. Enfin, en présence d'une participation minoritaire dans une autre entreprise, si cette dernière n'est pas consolidée globalement, seule la quote-part du résultat est incluse dans le résultat net et non dans l'EBITDA ; il faut alors neutraliser cette participation, afin que l'EBITDA et la valeur d'entreprise reposent sur le même périmètre.
50. La méthode d'évaluation LBO consiste à estimer la valeur maximale qu'un investisseur financier peut payer pour acquérir une entreprise tout en atteignant un taux de rentabilité cible (TRI). Elle repose sur la modélisation des flux de trésorerie futurs, le remboursement progressif de la dette et la revente de l'entreprise après quelques années. La valeur d'acquisition est alors déterminée de façon à ce que le rendement attendu sur les fonds propres investis atteigne le niveau exigé par le fonds.