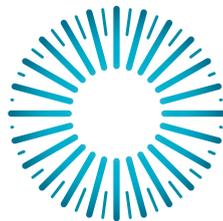


# L'IMPACT DES NOUVEAUX CRITÈRES ESG ET *COMPLIANCE* DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES

*par Hubert Segain et Laurence Vincent,  
Avocats associés, Corporate, Herbert Smith Freehills Paris LLP<sup>1</sup>  
Article réalisé avec le concours de Ryan-Landry Yohou et Romain Dos Santos,  
Master 2 BTFML, Université Paris-Saclay*



HERBERT  
SMITH  
FREEHILLS



**L**a place de la Responsabilité Sociale d'Entreprise (*RSE*) dans les stratégies de croissance externe, déjà importante depuis quelques décennies, s'accroît avec la prise en compte grandissante des critères d'investissement environnementaux, sociaux, et de gouvernance (*ESG*) par les acteurs des fusions-acquisitions.

Ni le droit positif, ni la doctrine n'ont pour l'heure défini de manière précise le concept d'ESG. Selon une approche économique, le sigle ESG recouvrirait des critères d'analyse extra-financiers permettant d'évaluer la prise en compte du développement durable et des enjeux de long terme dans la stratégie des entreprises, de manière à ce que leur valorisation ne dépende plus de critères seule-

<sup>1</sup> Les auteurs du présent article sont également les auteurs du "Guide pratique sur l'intégration des enjeux de responsabilité sociétale et environnementale (RSE)" dont une nouvelle version sera publiée dans les prochaines semaines. Ils tiennent à remercier Ladislav Skura pour sa contribution au présent article.

ment financiers. En cela, les sigles ESG permettent d'orienter les flux monétaires vers des investissements dits "ESG", "durables" ou "verts".

Initialement, les investissements ESG étaient encouragés par des normes non contraignantes<sup>2</sup>. Très vite, les entreprises désireuses d'attirer de nouveaux financements ont pris des engagements censés démontrer la prise en compte des critères ESG dans la gestion de leurs activités. Parallèlement, certains investisseurs spécialisés dans le développement durable ont affiché des engagements dits verts. Afin d'éviter toute forme de "greenwashing" et en vue de garantir un *level playing field*, les autorités nationales et européennes sont intervenues pour imposer un cadre normatif de plus en plus contraignant.

La France a été précurseur en la matière avec la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) instituant la publication d'un "rapport RSE" aux seules sociétés cotées, périmètre qui sera par la suite élargi aux sociétés non cotées de grande taille avec la loi du 12 juillet 2010 dite "Grenelle II". Inclus au rapport de gestion, ce "rapport RSE" a été supprimé et remplacé en 2017<sup>3</sup> par la déclaration de performance extra-financière (DPEF), qui sera elle-même remplacée à partir du 1er janvier 2024 par le nouveau "rapport de durabilité" introduit par la directive sur le reporting de durabilité des sociétés (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*<sup>4</sup>). Avec la loi du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, la France a également été le premier pays au monde à se doter d'un dispositif de vigilance qui impose à certaines grandes entreprises de mettre en place un plan de vigilance et de documenter sa mise en œuvre.

Plus récemment, la loi du 22 mai 2019 dite "Pacte" impose aux sociétés de prendre en considération les enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance dans la conduite de leur activité.

L'Union européenne s'est inscrite dans le prolongement de la France en adoptant le Pacte Vert (*Green Deal*) qui incite les entreprises à considérer les questions ESG dans leurs priorités stratégiques. L'un des piliers du Pacte Vert est le plan d'action sur la finance durable qui a pour objectif de réorienter les investissements vers des activités dites "durables" pour permettre à l'Union européenne d'atteindre la neutralité climatique d'ici à 2050.

Dans ce cadre, l'Union européenne élabore des réglementations importantes pour promouvoir la transition de l'économie vers une économie durable avec notamment (i) le règlement sur la publication d'information en matière de durabilité dans le secteur des services financiers<sup>5</sup> (SFDR), (ii) le Règlement Taxonomie<sup>6</sup>, qui permet de "normaliser" les informations extra financières devant être divulguées par les entreprises selon le secteur économique auxquelles elles appartiennent et ainsi offrir aux investisseurs les instruments nécessaires dans l'exercice de valorisation des sociétés cibles qu'ils souhaitent acquérir, (iii) la directive CSRD et (iv) dernièrement, la proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive – CS3D*), actuellement en négociation dans le cadre des "trilogues", qui ambitionne d'imposer aux entreprises concernées de faire preuve de vigilance en matière d'environnement et de droits de l'homme tout au long de leur chaîne de valeur mondiale.

Des développements sont également constatés au-delà de l'Union européenne : au Royaume-Uni avec les règlements "*Companies (Strategic Report) Climate-related Financial Disclosure Regulations 2022*" et "*Limited Liability Partnerships (Climate related Financial Disclosure) Regulations 2022*" qui ont pour objet d'imposer aux entreprises un *reporting* climat ; aux États-Unis où un projet de texte similaire est en cours d'adoption par la Securities and Exchange Commission (SEC) qui prévoit d'appliquer aux sociétés cotées la publication d'un *reporting* climat obligatoire à compter de 2024<sup>7</sup>.

<sup>2</sup> À titre d'exemple, l'Organisation des Nations unies a adopté en 2006 les Principes pour l'Investissement Responsable ("*The Principles for Responsible Investment*" – PRI) en vue d'inciter les investisseurs à intégrer les enjeux ESG dans la gestion de leurs portefeuilles : <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>.

<sup>3</sup> Ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 relative à la publication d'informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d'entreprises.

<sup>4</sup> Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises.

<sup>5</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

<sup>6</sup> Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088.

<sup>7</sup> À noter que, depuis plusieurs mois aux États-Unis, se multiplient des campagnes anti-ESG dont certaines visent à neutraliser ou limiter la réglementation en cours de préparation par la SEC.

Dans ce contexte d'accroissement des obligations juridiquement contraignantes, les entreprises sont en outre soumises à des pressions croissantes sur ces sujets de la part de leurs parties prenantes, notamment des consommateurs, clients, salariés, investisseurs, associations et ONG.

Autrefois limitée aux aspects purement économiques et financiers, la performance des entreprises s'évalue dorénavant également à la lumière de considérations extra-financières. La durabilité des activités, l'impératif moral et l'éthique des affaires sont devenus des éléments clés dans l'évaluation des sociétés. La prise en compte des facteurs ESG et de *compliance* dans les opérations de fusions et acquisitions se développe pour devenir une pratique de marché faisant appel à des expertises, outils et méthodologies spécifiques. Les enjeux ESG et de *compliance* s'invitent dans toutes les étapes du processus de fusions-acquisitions, de la sélection de la cible (1), en passant par les phases d'audit (2) et de structuration contractuelle (3), jusqu'à l'intégration post-opération (4).

## 1. IDENTIFICATION DE LA CIBLE SUR LA BASE DE CRITÈRES ESG

### Impact des nouvelles normes ESG dans l'appréciation de l'opportunité de l'investissement

Le phénomène de durcissement de la réglementation, la prolifération des normes volontaires et la pression des parties prenantes, poussent les investisseurs à privilégier des investissements durables et responsables afin d'accroître leur propre score ESG ou celui de leur portefeuille de participations.

Pour identifier de potentielles cibles "durables", les investisseurs pourront fonder leurs décisions de croissance externe sur les standards de *reporting* que le Règlement Taxonomie impose à certains acteurs des marchés financiers, ainsi qu'aux entreprises assujetties à la publication d'une déclaration non financière<sup>8</sup>. En effet, ces standards de *reporting* éclairent les investisseurs sur la durabilité des activités des cibles qu'ils espèrent acquérir.

S'agissant des entreprises financières (sont ici visés les établissements de crédit, les gestionnaires d'actifs, les entreprises d'investissement, les assureurs et les réassureurs), celles-ci doivent publier des Indicateurs Clés de Performance Taxonomie censés représenter la part de leurs

investissements durables. Ainsi, les entreprises financières doivent publier depuis le 1er janvier 2022 "la part, dans leur actif total, d'expositions sur des activités économiques éligibles à la taxonomie et d'expositions sur des activités économiques non éligibles à la taxonomie" et, à partir du 1er janvier 2024, devront être publiés les indicateurs clés de performance relative aux activités alignées sur l'ensemble des 6 objectifs environnementaux du Règlement Taxonomie<sup>9</sup>.

S'agissant des entreprises non-financières, celles-ci doivent publier depuis le 1er janvier 2022 la part de leur chiffre d'affaires, de leurs dépenses d'exploitation (opex) et de leurs dépenses d'investissement (capex) dans des activités dites éligibles à la taxonomie et, depuis le 1er janvier 2023 la part de ces agrégats dans les activités alignées aux 2 objectifs climat de la taxonomie avec un *reporting* complet à compter de 2024<sup>10</sup>.

À titre d'exemple, sont considérées comme des activités éligibles à la taxonomie relevant du secteur des investissements immobiliers, tout investissement réalisé dans des immeubles ayant une bonne performance énergétique.

La directive CS3D, susvisée, a vocation à compléter le Règlement Taxonomie, en faisant du plan de vigilance un outil de transparence qui facilite les décisions en matière d'investissement durable. À l'instar de la directive CSRD, la directive CS3D et le Règlement Taxonomie imposent des obligations d'informations au public que les investisseurs pourront utiliser pour parfaire leurs stratégies d'investissements.

Si en France, depuis la loi "Pacte", les stratégies d'investissements (comme toutes décisions stratégiques) doivent être élaborées en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux, ces nouvelles réglementations poussent les investisseurs nationaux et internationaux à privilégier les investissements dans des activités dites durables et, inversement, à céder certains actifs dont le bilan ESG est plus faible, afin d'augmenter le niveau de leurs indicateurs clés de performance extra-financière.

Enfin, nous noterons que les agences en conseil de vote ne fondent plus seulement leurs campagnes sur des critères de rentabilité financière, mais également sur des considérations RSE/ESG pour fonder de nouvelles exigences à l'égard des dirigeants sociaux en matière de croissance externe et de déconsolidation notamment.

<sup>8</sup> Sont ici visées les entreprises assujetties à la publication de la DPEF, i.e. aux entités d'intérêt public (les "EIP") au sens de la directive 2013/34/UE, pourvu que leur nombre moyen de salariés sur l'exercice soit supérieur à 500, et que leur total de bilan soit supérieur à 20 M€ ou que leur chiffre d'affaires soit supérieur à 40 M€ à la date de clôture.

<sup>9</sup> Articles 10.3 et 10.5 du règlement délégué (UE) 2021/2178.

<sup>10</sup> Articles 10.2 et 10.4 du règlement délégué (UE) 2021/2178.

**Impact des enjeux ESG et compliance dans la valorisation de la cible**

Les enjeux ESG sont aujourd'hui considérés comme un élément clé des perspectives de croissance des entreprises. Certains analystes financiers tentent d'ailleurs de démontrer la corrélation entre bon score ESG et performance financière. Nous noterons à cet égard qu'une étude menée conjointement par le *NYU Stern Center for Sustainable Business* et le *Rockefeller Asset Management* a tenté d'établir la corrélation entre ESG et performance financière en se basant sur plus de 1.000 articles et travaux publiés entre 2015 et 2020. Pour mesurer la performance financière, les différents articles se basaient sur des métriques classiques tels que le ROE, le ROA ou le cours de l'action. À l'issue de cette étude, 58% des travaux établissent une corrélation positive entre ESG et performance financière, 13% montrent un impact neutre, 21% des résultats sont non concluants et seulement 8% montrent une relation négative<sup>11</sup>.

D'un point de vue juridique, une bonne pratique ESG peut aider une entreprise à se prémunir contre certains risques.

S'agissant d'éventuels risques environnementaux, le respect des droits nationaux de l'environnement, ou l'application de normes environnementales volontaires plus sévères que celles prévues par certaines législations nationales, peut permettre à des entreprises de diminuer le risque de conséquences financières négatives associées à d'éventuelles catastrophes environnementales comme les frais de dépollution ou les coûts médiatiques nécessaires à la restauration d'une image de marque.

S'agissant d'éventuels risques sociaux, le groupe de sociétés qui assure un suivi de l'application des droits de l'Homme dans l'ensemble de ses filiales dans le monde baisse son risque d'exposition à des actions d'ONG.

S'agissant des enjeux liés à la gouvernance, la mise en place d'une politique d'alignement des intérêts entre les différentes parties prenantes, et en particulier entre les associés et les dirigeants, permet à l'entreprise de diminuer son risque d'exposition à d'éventuelles situations de conflits d'intérêts.

Enfin, concernant les risques de compliance, l'évaluation de l'intégrité et les vérifications anticorruptions peuvent

mettre en évidence des éléments pouvant avoir un impact déterminant sur la valorisation de la société cible. L'absence d'un programme de *compliance*, la présence de *red flag*<sup>12</sup> découverts en phase d'audit, l'existence d'un contrôle effectué par l'Agence française anticorruption (AFA) ou d'une enquête diligentée par le parquet national financier (PNF) peuvent conduire à réévaluer le prix de la société cible ou à réexaminer la pertinence de l'opération.

**2. L'IDENTIFICATION ET LA GESTION DES RISQUES ESG ET COMPLIANCE PENDANT LA PHASE D'AUDIT**

La pratique des *due diligences* ESG et *compliance* se développe considérablement. Pour l'acquéreur, les *due diligences* ESG permettent non seulement d'appréhender des risques qui auront un impact sur la rédaction de la documentation d'acquisition, mais aussi d'anticiper l'impact réputationnel d'une opération. Elles peuvent mettre en lumière la qualité du modèle d'affaires de la société cible, la durabilité de ses activités, son impact sur les aspects sociaux et la pertinence de sa gouvernance.

En termes de responsabilité pénale, un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 25 novembre 2020, opérant un revirement de jurisprudence important, indique que dans les cas de fusion-absorption entre sociétés anonymes et/ou sociétés par actions simplifiées, la société absorbante peut-être condamnée pénalement à une peine d'amende pour des faits constitutifs d'une infraction commis par la société absorbée avant l'opération. Cet arrêt incite les acquéreurs à redoubler de vigilance en vérifiant la probité de la société cible et son implication éventuelle dans des affaires de corruption et de délinquance économique et financière (en ce sens, v. le Guide pratique de l'AFA sur "*Les vérifications anticorruptions dans le cadre des fusions-acquisitions*").

La cible a quant à elle tout intérêt à anticiper cette *due diligence* ESG et *compliance*, d'autant plus que cela constitue un enjeu de valorisation comme vu ci-dessus.

Les professionnels de la *due diligence* ESG<sup>13</sup> sont pour autant confrontés à de nombreux défis.

Le premier grand défi est le périmètre de la *due diligence* ESG et *compliance*. Certains facteurs ESG font depuis longtemps partie des processus habituels de *due diligence* d'un acquéreur, comme la structure de gouvernance

<sup>11</sup> [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021%20Rev\\_0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf)

<sup>12</sup> Par exemple : société cible non-coopérative pendant la due diligence, modes de paiement inhabituels, taux d'accidents du travail élevé, interaction avec des agents publics ou des personnes politiquement exposées, précédents en matière de probité, etc.

<sup>13</sup> Sont ici concernés tous les professionnels de la *due diligence* ESG, lesquels comprennent les juristes, mais également les ingénieurs qui fournissent un *scoring* ESG sur la base de critères techniques qui varient selon le secteur économique auquel appartient l'entreprise cible, ou encore les experts-comptables et les commissaires aux comptes.

d'une société cible ou son approche de la santé et de la sécurité. Avec la prolifération des normes, contraignantes ou volontaires, et le caractère extensible de la notion d'ESG, la due diligence doit permettre d'identifier un nombre plus étendu de risques divers dans toute la chaîne de valeur de la société, tels que les violations des droits de l'Homme, la corruption, les sanctions internationales et embargos, la dégradation de l'environnement, les risques associés au changement climatique, les émissions de gaz à effet de serre, les atteintes à la vie privée, les violations de données, le harcèlement, la diversité sur le lieu de travail ou l'inégalité des sexes. Enfin, en matière de *compliance*, l'appréciation et la gestion des risques sont effectuées au cas par cas puisqu'elles dépendent de facteurs de risques propres à la société cible (risque pays, taille, secteur d'activité, recours aux marchés publics, etc.).

Le deuxième grand défi est la disponibilité des données. À ce propos, on observe d'ores-et-déjà une professionnalisation des entreprises sur les procédures de remontée des données ESG au sein du groupe et sur les procédures de contrôle interne, procédures essentiellement déployées sur le modèle de la gestion des données financières. En matière de probité, la collecte des informations peut s'effectuer en "source ouverte" (internet, presse, registres et données publics), par des vérifications réalisées directement auprès de la société cible (questionnaires, entretiens ou visites sur site) ou à l'aide de logiciels de *screening*.

Le troisième grand défi est l'évaluation financière de certains risques ESG et *compliance* dans le cadre des *due diligences*. À titre d'exemple, il est difficile de quantifier l'impact financier sur la valorisation d'une entreprise de l'absence d'application de normes volontaires ou contraignantes relatives à la diversité et à la mixité.

En matière de probité, la due diligence peut déboucher sur la nomination d'un responsable des vérifications des programmes de compliance en charge de mener à bien l'audit de conformité. L'AFA recommande de suivre cette bonne pratique et d'associer ce responsable à la transaction le plus tôt possible.

### 3. PRISE EN COMPTE DES ENJEUX ESG ET COMPLIANCE AU STADE DE L'ACQUISITION

Les risques ESG et *compliance* identifiés lors du processus de due diligence devront faire l'objet d'un examen approfondi, impliquant une analyse de leur importance, de leur probabilité et de leur matérialité, afin de déterminer s'ils peuvent être neutralisés ou atténués, dans le cadre de la procédure d'acquisition, par le biais de mesures correctrices, ou par une réduction du prix.

Bon nombre des déclarations habituellement incluses dans les opérations d'acquisition couvrent déjà des risques relatifs à la réglementation et à l'environnement. Les acquéreurs peuvent envisager des déclarations plus spécifiques axées sur l'ESG (avec une indemnisation spécifique en cas de risque identifié), par exemple en ce qui concerne le respect de codes ou de principes spécifiques que la cible s'est engagée à respecter volontairement. De telles garanties spécifiques sont toutefois généralement d'un intérêt limité, en raison des difficultés liées à la détermination du montant des dommages découlant de telles violations.

D'autres dispositions contractuelles peuvent être envisagées, notamment des clauses de *pre-closing covenants* obligeant la société cible à divulguer tout nouveau risque ESG survenant entre la signature et le closing de l'opération ou encore des conditions suspensives liées à la réalisation d'actions correctrices par le vendeur ou la cible avant le *closing*.

Si le problème ne peut être résolu avant le *closing*, par exemple en cas de non-conformité avec les réglementations liées à l'ESG, l'acquéreur pourra souhaiter négocier une réduction du prix d'acquisition pour refléter le risque assumé.

Enfin, les parties peuvent également chercher à structurer différemment la transaction afin d'atténuer le risque en excluant par exemple tout ou partie de l'activité à risque ou en passant d'une acquisition d'actions à une acquisition d'actifs. C'est de plus en plus une tendance que nous constatons.

### 4. INTÉGRATION POST-ACQUISITION DES ENJEUX ESG

Après l'acquisition, la RSE reste souvent un élément clé du processus d'intégration de l'acquéreur. La RSE est en effet un vecteur de synergies à long terme tant pour l'acquéreur que pour la cible. Le constat sera le même pour les enjeux ESG.

Ainsi, les synergies entre l'acquéreur et la cible dépendront du degré d'application des dispositifs ESG par chacune de ces entités. Les questions ESG peuvent ainsi entraîner un ajustement des politiques RSE, et plus globalement de la structure de gouvernance des cibles. Les investisseurs demanderont à la cible et à son *management* d'adhérer aux politiques RSE de leur groupe, de les communiquer aux parties prenantes notamment par anticipation de la prochaine directive CS3D qui impose aux entreprises concernées d'identifier et de mettre en place des plans de prévention et d'atténuation des "*incidences négatives réelles et potentielles sur les droits de l'homme et les incidences négatives sur l'environnement*", découlant non seulement de

leurs propres activités mais également de celles de leurs filiales et de leurs relations commerciales établies liées à leur chaîne de valeur.

Un autre enjeu post-acquisition pour l'acquéreur est de s'assurer que la cible s'acquittera de ses obligations en matière de suivi ESG ce qui peut déboucher sur la modification des indicateurs clés de performance à l'égard des dirigeants. Ce dernier point sera important notamment en cas de réinvestissement par les *managers*. En matière de *compliance*, l'acquéreur devra adapter et harmoniser ses pratiques, dispositifs et processus internes et, le cas échéant, programmes de *compliance* avec ceux de la société cible. Par exemple, en matière de lutte contre la corruption, la cartographie des risques "Sapin 2" devra être

actualisée afin de prendre compte les spécificités de la société cible.

Les acteurs doivent également se montrer vigilants sur les conséquences de l'opération sur le périmètre de *reporting* extra-financier (au même titre que l'impact sur le périmètre comptable de consolidation).

L'impact des enjeux ESG et compliance sur les fusions et acquisitions est devenu une réalité pour les praticiens. La prise en compte des enjeux ESG et compliance au stade de la *due diligence*, ainsi que dans la documentation contractuelle d'acquisition, se standardise au gré de l'entrée en vigueur et de la stabilisation des normes ESG aux échelles européenne et mondiale mais aussi de la sensibilisation des praticiens eux-mêmes à l'importance croissante de ces enjeux.