

# L'ESG DANS LES OPÉRATIONS DE M&A : DE LA PROTECTION À LA CRÉATION DE VALEUR

*par Roland Montfort, associé, et Alexandre Gelblat, counsel, BCLP Paris*

## BCLP.



*Roland Montfort*



*Alexandre Gelblat*

**L**es considérations ESG<sup>1</sup> (Environnement, Social, Gouvernance) poussent les entreprises à repenser, à recalibrer et, parfois, à réinventer leurs modèles.

La sensibilité accrue des acteurs économiques aux considérations ESG (par conviction ou en raison de l'entrée en vigueur progressive de la directive CSRD et du règlement SFDR) se ressent de plus en plus à toutes les étapes d'une opération de M&A : de la due diligence, en passant par la négociation de la documentation juridique, jusqu'à l'intégration de la cible dans le groupe de l'acquéreur. Cette tendance est confirmée par l'étude PWC de novembre

2023 indiquant que dans le cadre des opérations M&A, 77% des entreprises accordent une attention aux critères ESG<sup>2</sup>.

En effet, dans un contexte transactionnel, les problématiques et facteurs ESG font évoluer la façon d'aborder les due diligences et poussent à une adaptation de la documentation d'acquisition au-delà de l'obtention de garanties spécifiques (par exemple : ajout de conditions suspensives, incidence sur le prix ou engagements post-closing), tant pour protéger l'investisseur contre de nouveaux types de risques que pour créer de la valeur à toutes les étapes du processus d'investissement.

Cette évolution s'est d'abord ressentie dans le secteur du private equity et commence peu à peu à influencer l'ensemble du marché, y compris chez certains corporate.

## I. PRINCIPALES RAISONS DE LA PRISE EN COMPTE GRANDISSANTE DES CRITERES ESG

L'extension progressive d'ici 2030 du périmètre des sociétés (y compris celles domiciliées en dehors de l'Union Européenne) tenues de publier des données ESG (données les concernant ainsi que celles concernant leur chaîne de valeur), tels que la publication de données sur les émissions de carbone et les objectifs de réduction des émissions, en application des règlements et directives SFRD, CSRD, CSDD et Taxonomie, pousse les acteurs à se préparer à ces nouvelles exigences. Dans ce contexte **de pression réglementaire grandissante**, les investisseurs ont de plus en plus souvent leurs propres politiques, procédures et engagements en matière d'ESG. C'est notamment le cas lorsque l'investisseur a convenu d'engagements ESG spécifiques avec ses prêteurs par exemple.

Un autre enjeu réside dans la **protection de la valeur** avec des risques ESG pouvant se matérialiser sous diverses formes, notamment par des poursuites judiciaires, des amendes pour non-respect de la réglementation applicable, une mise en jeu de la responsabilité notamment environnementale avec des coûts de dépollution ou de remise en état, une perte d'accès à certains marchés ou des risques sociaux et réputationnels. De même, de mauvaises pratiques de gouvernance, notamment en ce qui concerne la rémunération des dirigeants, le manque de diversité au sein du conseil d'administration, l'absence de processus d'information ou la mauvaise gestion de l'entreprise, peuvent impacter la valeur à long terme de la société cible. L'intégration des facteurs ESG implique donc non seulement l'identification des risques, mais aussi la mise en œuvre de stratégies efficaces afin d'atténuer les risques identifiés.

La prise en compte des critères ESG peut même aboutir à une **création de valeur**. Les investisseurs, tels que les fonds d'investissements exigent de plus en plus des sociétés cibles qu'elles démontrent des pratiques ESG responsables. Le mantra est avant tout que des solides performances ESG peuvent conduire à de meilleurs résultats financiers à long terme, notamment à la sortie (par exemple au titre d'une meilleure résilience à certains facteurs macro-économiques), ce qui vient s'ajouter aux raisons éthiques légitimes. En effet, les facteurs ESG peuvent affecter la valorisation d'une cible, les acquéreurs étant prêts à payer une prime pour un profil ESG satisfaisant. Inversement, les préoccupations liées aux facteurs ESG qui affectent une cible peuvent réduire le prix qu'un acquéreur

est prêt à payer. De plus, les questions ESG peuvent offrir aux entreprises des opportunités de croissance qui peuvent profiter aux investisseurs à la recherche de création rapide de valeur. En effet, l'amélioration du profil ESG peut dans certains cas avoir une incidence directe sur les coûts avec par exemple une baisse des factures énergétiques ou des primes d'assurance.

## II. APPROCHE DES PROBLÉMATIQUES ESG LORS DE LA PHASE DE DUE DILIGENCE

Dans le contexte ESG, la due diligence doit aller au-delà des examens financiers, juridiques et opérationnels traditionnels. L'intégration de l'ESG dans le processus de due diligence nécessite une approche globale et pluridisciplinaire afin d'inclure une analyse des pratiques ESG de la cible (et le cas échéant de sa chaîne de valeur) et ce pour identifier l'ensemble des risques ESG susceptibles d'affecter la valeur de la cible ou d'entraîner des responsabilités dans le futur. Cet exercice doit permettre de comprendre les problématiques afin de les traiter lors de la rédaction de la documentation contractuelle d'acquisition.

L'approche ESG de la due diligence est encore en développement, en raison de sa formalisation relativement récente. Les professionnels peuvent se demander jusqu'où aller.

Le périmètre de la due diligence variera en fonction notamment de la sensibilité de l'acquéreur aux questions ESG et son approche en matière de gestion des risques, l'activité de la société cible, les obligations ESG auxquelles l'acquéreur doit se conformer, les informations disponibles au niveau de la cible, le temps et les ressources disponibles. Les seuils de matérialité traditionnels peuvent ne pas être pertinents et être remplacés par des jugements de matérialité (par exemple, des problèmes mineurs persistants ou systémiques).

Principaux éléments pris en considération dans le cadre d'une due diligence ESG :

**E : considérations environnementales** : il s'agit de s'assurer que la cible (y compris le cas échéant sa chaîne de valeur), en fonction de son activité, respecte la réglementation applicable en droit de l'environnement (ex : pollution, gestion des déchets, biodiversité, émissions de carbone et utilisation des ressources) et respecte ses engagements contractuels en matière d'environnement.

**S : considérations sociales** : au-delà d'un exercice de due diligence classique en droit social, il s'agit de s'assurer de bonnes pratiques de travail au sein de la cible comme des normes de santé et de sécurité des salariés, des engagements en matière de diversité, d'équité et d'inclusion.

Doivent également être couverts les droits de l'homme (au sein de la société cible et sa chaîne d'approvisionnement) comme l'esclavage moderne, le travail des enfants, le travail forcé, les droits des femmes et le harcèlement sexuel.

**G : gouvernance :** il s'agit de revoir les pratiques en matière de prise de décision et de reporting (composition des organes d'administration et règlements intérieurs, pratiques en matière de rémunération, remontée des informations – y compris dans la chaîne de valeur – et préparation des rapports de performances extra-financières, adoption de chartes éthiques afin de prévenir la corruption, le blanchiment le financement du terrorisme, ...)

**Vérification des déclarations et respect des engagements :** il s'agit de (i) prévenir le greenwashing en s'assurant que les activités de la cible sont cohérentes avec les déclarations ESG publiques et les rapports annuels, et (ii) s'assurer du respect par la cible d'autres engagements contractuels ESG qu'elle a consentis par ailleurs (ex : garanties ESG consenties et engagements pris dans le cadre d'un financement bancaire).

Enfin, une due diligence ESG ne doit pas seulement prendre en compte les risques de détérioration, mais aussi les opportunités de croissance et d'amélioration (créatrices de valeur).

### III. INTEGRATION DE L'ESG DANS LA DOCUMENTATION CONTRACTUELLE

L'intégration des considérations ESG dans la structure transactionnelle elle-même peut être propice à la gestion des risques. Cela peut être le cas notamment lorsque l'acquéreur déciderait d'acquérir le fonds de commerce de la cible au lieu des actions.

Les avocats intègrent également de plus en plus des éléments ESG dans la documentation afin notamment de faire face à des risques spécifiques ou pour inciter à de bonnes performances ESG.

#### A. Les garanties ESG

L'utilisation de garanties spécifiques à l'ESG reste limitée mais devient de plus en plus pertinente dans les transactions M&A. Les garanties standard couvrent parfois certains aspects ESG, notamment via des clauses générales sur la conformité légale ou les litiges. Cependant, des garanties spécifiques peuvent s'avérer nécessaires afin de couvrir ou d'aborder de façon plus explicite des points tels que les politiques et procédures ESG mises en place notamment pour le reporting, la conformité aux normes en matière de climat et de développement durable, l'exactitude des déclarations publiques relatives aux résultats ou aux objectifs

en matière de changement climatique, le respect des droits humains, les risques réputationnels.

Les acquéreurs peuvent négocier des indemnités spécifiques avec le vendeur pour couvrir certains risques ESG identifiés lors de la due diligence, mais dont les résultats ou les coûts associés ne sont pas clairs au moment du *signing*.

Il est important de noter que toute extension des garanties de conformité juridique traditionnelles peut présenter des difficultés, notamment lorsqu'elles concernent des normes volontaires ou non contraignantes, et peuvent être difficiles à faire accepter. En effet, il pourra être difficile de démontrer la violation de normes ou d'exigences appliquées volontairement et d'établir un lien de causalité avec les dommages, le cas échéant, qui en résultent. C'est pourquoi, une attention particulière est nécessaire lors de la rédaction de garanties ESG.

A cet égard, les acquéreurs et leurs conseils doivent :

- Évaluer l'intégration des questions ESG dans les garanties existantes ;
- Adapter les garanties aux conclusions des due diligences ESG ;
- S'assurer de la clarté et de la spécificité des garanties pour faciliter leur mise en œuvre (identifier l'élément déclencheur) ;
- Prendre en compte l'interaction des garanties ESG avec les autres garanties – une approche trop agressive des garanties ESG pourrait compromettre la couverture des garanties traditionnelles (par exemple, les garanties pour les responsabilités environnementales) ;
- Si l'acquisition est couverte par une assurance W&I, discuter de l'approche avec le courtier dès le début du process.

Enfin, la négociation de garanties ESG vise également à inciter à la divulgation d'informations pertinentes lors des due diligences.

#### B. Considérations de l'acquéreur

Au-delà des garanties, les considérations ESG influencent divers aspects de la documentation contractuelle.

**Condition suspensive :** dans le cas où un risque ou une problématique ESG remédiable aurait été identifié lors des due diligences, l'acquéreur peut demander d'inclure une condition suspensive exigeant la résolution du problème et la production de documents à l'appui (ex : rapport d'expert). Dans ce cas, classiquement la condition devra préciser la partie responsable du respect de la condition, la

partie pouvant y renoncer, une date butoir pour satisfaire la condition et éventuellement des indemnités de résiliation si la condition n'est pas réalisée (break-up fees).

**Clause de changement significatif défavorable (MAC) :** un acquéreur peut chercher à inclure dans une clause MAC (lui donnant la possibilité de se retirer de la transaction) certains risques liés à l'ESG. Dans la mesure où toute clause MAC est susceptible de faire l'objet de négociations importantes entre les parties, il est conseillé de se concentrer sur des risques spécifiques (ex : une dégradation de la notation ESG, un risque réputationnel, une controverse environnementale ou sociale importante) pouvant déclencher la clause MAC.

**Conduite des affaires entre le signing et le closing :** classiquement, pendant cette période, l'acquéreur doit s'assurer que les activités de la société cible se poursuivent dans le cours normal des affaires et le vendeur ne doit rien faire qui puisse nuire à la valeur de la société cible. S'agissant des aspects ESG, un acquéreur pourrait inclure une obligation pour le vendeur de veiller à ce que les activités de la société cible soient menées dans le respect des normes ESG convenues. L'acquéreur peut aussi profiter de cette période pour demander au vendeur de collecter des informations nécessaires et lui donner accès à ces informations ESG en vue de préparer les reportings ESG futurs.

**Ajustements du prix d'acquisition :** la manière la plus simple de traiter une problématique ESG identifiée au cours de la due diligence et qui ne peut être résolue avant la réalisation de l'opération pourrait consister à convenir d'une réduction de prix pour refléter l'impact du problème et les coûts (postérieurs à l'acquisition) susceptibles d'être engagés à cet égard.

**Séquestre :** les parties peuvent convenir de mettre des fonds sous séquestre pour couvrir les éventuelles responsabilités liées aux questions ESG, telles que des coûts de dépollution.

**Engagement de communication du vendeur :** lorsque les informations ESG ne sont pas consolidées au niveau de la société cible, il peut être utile d'intégrer dans la documentation une obligation pour le vendeur de communiquer à l'acquéreur les données ESG pertinentes sur la société et sa chaîne de valeur, afin de répondre aux futures obligations de reporting de l'acquéreur.

**Reporting ESG post-closing par la société cible :** certains contrats d'acquisition exigent que la société cible fournisse des rapports ESG réguliers à l'acquéreur, afin de garantir un suivi continu des performances ESG après l'acquisition. Ces dispositions concernent notamment les fonds et remplissent trois fonctions principales : (i) s'assurer que la société de

portefeuille gère ses propres risques ; (ii) surveiller la performance du fonds d'un point de vue ESG ; et (iii) fournir au fonds suffisamment de données liées à l'ESG.

**Management :** il est possible d'intégrer dans la documentation conclue avec les dirigeants de la société cible des critères de performance ayant un impact sur leur rémunération et liés à des critères ESG.

### C. Considérations du vendeur

Avant une vente, le vendeur doit prendre en compte les problématiques ESG afin d'optimiser le processus et répondre aux attentes des acquéreurs.

Cette préparation peut prendre la forme d'une due diligence ESG de la société cible qui serait idéalement mise à disposition en data room, de la préparation d'une data room complète, de la mise en place d'une stratégie ESG cohérente, de la mise en œuvre d'actions correctives ou même de la cession d'une filiale problématique afin d'améliorer le profil ESG global du périmètre restant de la cible.

Ces démarches permettent au vendeur de répondre efficacement aux questions ESG lors des due diligences de l'acquéreur et de justifier une éventuelle prime ESG ou de la négociation d'un complément de prix lié aux performances ESG post-acquisition de la société cible.

Le vendeur peut aussi demander des engagements à l'acquéreur concernant la gestion ESG de la société cible après la vente, pour préserver sa réputation et celle de la société vendue.

### D. Considérations relatives à l'assurance

Il convient de préciser qu'il n'existe pas d'assurance W&I couvrant de façon spécifique les garanties ESG. En effet, comme indiqué précédemment, certaines garanties ESG peuvent être couvertes via diverses déclarations et garanties sociales, environnementales ou autres.

Il est important de s'interroger dès le départ sur les garanties que l'on souhaite couvrir avec l'assurance W&I afin de déterminer dans quelle mesure les risques ESG seront couverts. En pratique, cette couverture sera limitée à certains risques ou sujets (non connus) et, comme pour les autres garanties bénéficiant d'une couverture d'assurance W&I, sera soumise à la réalisation préalable par l'acquéreur d'une due diligence appropriée.

Dans la mesure où les pratiques de marché évoluent dans ce domaine, il est conseillé de consulter un courtier dès le début de la transaction, notamment dès la phase de due diligence.

#### IV. PRINCIPAUX CHANTIERS ESG POST-ACQUISITION

L'intégration post-acquisition est la phase au cours de laquelle les risques et les opportunités liés à l'ESG sont abordés et, par conséquent, où les objectifs ESG sont intégrés dans le périmètre acquéreur. Une intégration efficace de l'ESG à cette étape peut permettre de réduire la surveillance de risques liés à l'ESG.

Après l'acquisition, il peut être nécessaire d'établir de nouvelles structures de gouvernance ou de les ajuster afin de superviser les initiatives ESG. Ces démarches peuvent inclure par exemple la constitution de comités, la nomination d'un responsable ESG ou l'incorporation de critères ESG dans l'évaluation des performances des cadres.

Une surveillance et un reporting continus des performances ESG sont essentiels pour s'assurer que les objectifs ESG sont atteints. Dans les opérations impliquant des fonds, les accords post-acquisitions comprennent souvent des obligations de reportings périodiques et des audits.

L'acquéreur peut vouloir intégrer ses pratiques ESG dans la cible, en alignant les politiques sur la durabilité environnementale, les normes de travail et la gouvernance d'entreprise. Ces initiatives peuvent améliorer l'efficacité, renforcer la réputation et réduire les risques à long terme.

Enfin, post-acquisition, l'acquéreur doit s'assurer du suivi des engagements prévus dans la documentation contractuelle.

#### V. IMPLICATIONS POUR LA SOCIÉTÉ MÈRE

Les sociétés mères des parties à l'opération peuvent être directement impliquées dans les questions liées à l'ESG, notamment en ce qui concerne l'accès aux données. Des engagements de la part des sociétés mères peuvent être nécessaires lorsque les données ESG n'existent pas au niveau de la société cible. Ces données peuvent être essentielles lorsque l'acquéreur devra ultérieurement rendre compte des questions ESG sur une base obligatoire ou volontaire.

\*\*\*\*\*

L'intégration des critères ESG dans les opérations de M&A ne se limite plus à une simple gestion des risques et commence à être un vecteur stratégique de croissance. La prise en compte de ces critères permet d'offrir aux investisseurs une vision élargie et les aide à se prémunir contre des risques coûteux tels que des litiges, des sanctions réglementaires ou des crises réputationnelles. Parallèlement, ces initiatives permettent de capitaliser sur des opportunités, qu'il s'agisse de primes de valorisation, d'accès facilité à de nouveaux marchés ou de réduction des coûts via l'amélioration des pratiques durables. Cette tendance permet ainsi de démontrer que durabilité peut être synonyme de croissance et de rentabilité.

<sup>1</sup> Nous ne nous attarderons pas sur le débat relatif à la définition exacte du terme « ESG », qui a progressivement pris des sens différents selon les personnes sans remplacer pour autant le concept RSE utilisé en France, ni sur son éventuel remplacement par d'autres termes tels que « durabilité », investissement responsable, investissement d'impact, etc. Quelle que soit la terminologie utilisée, la préoccupation ultime réside dans l'ensemble plus large de questions environnementales, éthiques, comportementales et sociales prises en compte dans la décision d'investissement.

<sup>2</sup> Étude PWC : <https://www.pwc.fr/fr/espace-presse/communiqués-de-presse/2023/décembre/influence-grandissante-criteres-esg-dans-strategies-operations-manda.html>