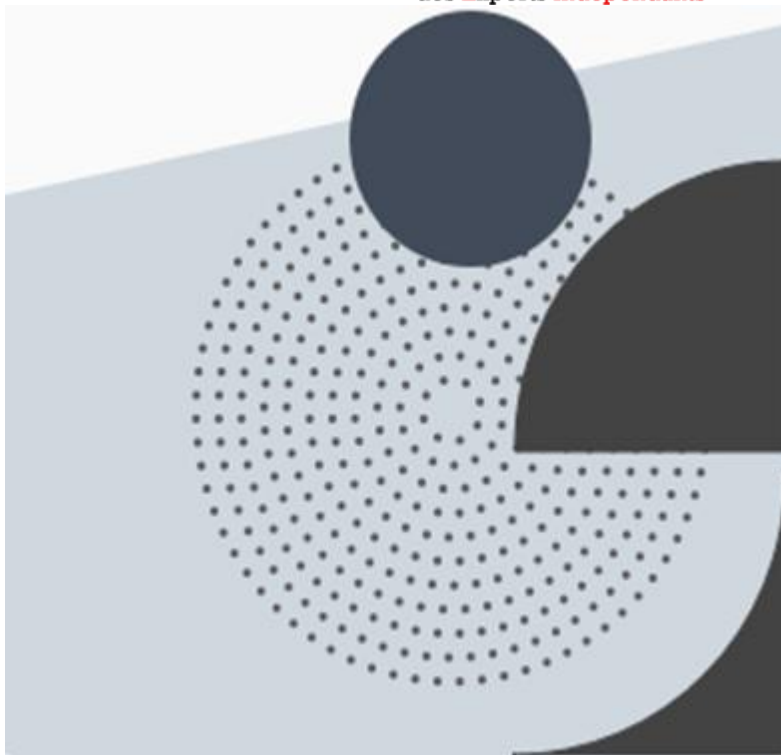




ESG et évaluation
Septembre 2025

Note de l'APEI « ESG et évaluation »

Septembre 2025

La présente note a été établie par un groupe de travail composé de représentants de structures professionnelles membres de l'APEI :

Rapporteur : Agnès PINIOT (Ledouble)

Membres :

- Richard BONNET (JPA Group)
- Olivier CRETTE (Ledouble)
- Armelle DEYDIER (Ricol Lasteyrie)
- Teddy GUERINEAU (DK Expertises & Conseil)
- Thomas HACHETTE (Sorgem Évaluation)
- Joëlle LASRY (Lasry Finance)
- Hugues de NORAY (Advolis)
- Damien POTDEVIN (JPA Group)
- Jacques POTDEVIN (JPA Group)

À l'attention des experts indépendants,

Le rôle de l'expert indépendant consiste à apprécier les conditions financières d'une offre publique ; afin de mener à bien sa mission, l'expert procède notamment à une évaluation multicritère de la société cible.

La stratégie ESG de la société cible n'affecte pas directement la mission de l'expert indépendant, qui ne peut cependant totalement l'ignorer. La vigilance est de rigueur, puisqu'à ce jour, l'incidence des facteurs ESG sur la valeur d'une société reste difficile à objectiver.

Au stade actuel des réflexions menées dans ce domaine, le groupe de travail de l'APEI « ESG et évaluation » a souhaité aborder les principaux sujets d'attention concernant les problématiques ESG pour la mission de l'expert indépendant et son appréciation des conditions financières d'une offre publique.

Avant même d'exposer les résultats de ses recherches, le groupe de travail de l'APEI souligne que :

- les travaux de l'expert indépendant n'ont pas pour objet de donner une opinion sur la stratégie de la société cible dans le domaine de l'ESG ;
- la stratégie ESG de la société cible fait toutefois partie d'un ensemble d'informations qui peuvent être exploitées par l'expert indépendant lorsqu'il le juge nécessaire ;
- les sujets ESG ne sont pas nécessairement significatifs ; dès lors, il appartient à l'expert indépendant d'exercer son jugement professionnel pour apprécier l'importance qu'il souhaite leur accorder ;
- le rapport de l'expert indépendant n'inclut pas nécessairement une présentation du positionnement de la société cible sur les critères ESG et de leurs conséquences en termes d'évaluation ;

- sur les sujets ESG, les diligences de l'expert indépendant portent tout au plus sur la vraisemblance et la cohérence des informations qui lui ont été communiquées, au regard de la stratégie et des politiques ESG qui lui ont été présentées par la société cible, afin d'en apprécier l'incidence sur ses travaux d'évaluation ;
- la politique ESG suivie par la société cible n'a pas systématiquement d'impact sur les conditions financières de l'offre publique dont elle est l'objet ;
- à l'inverse, dans certaines offres publiques, les enjeux ESG pourraient avoir une influence sur l'appréciation de l'expert indépendant, au même titre que les autres facteurs qui impactent le modèle économique de la société cible.

En dernier lieu, le groupe de travail de l'APEI insiste sur le fait que les réflexions concernant la prise en compte des critères ESG en matière d'évaluation financière sont récentes, et qu'elles sont appelées à évoluer au cours des prochaines années. Ainsi, les diligences de l'expert indépendant et le contenu de son rapport qui intégrerait ou non l'impact de l'ESG sur l'évaluation de la société cible ne pourront être examinées rétroactivement au regard d'informations ou d'études ultérieures.

SOMMAIRE

<u>1.</u>	<u>INTRODUCTION</u>	<u>9</u>
1.1.	Critères ESG	9
1.2.	Impacts de l'ESG sur la mission de l'expert indépendant	9
<u>2.</u>	<u>SOURCES D'INFORMATION DISPONIBLES POUR L'EXPERT INDÉPENDANT</u>	<u>11</u>
<u>3.</u>	<u>GRILLE D'ANALYSE DE L'EXPERT INDÉPENDANT</u>	<u>13</u>
3.1.	Liminaire	13
3.2.	Grille proposée	14
<u>4.</u>	<u>LIMITES DE LA MISSION DE L'EXPERT INDÉPENDANT DANS LA PRISE EN COMPTE DES CRITÈRES ESG</u>	<u>16</u>
<u>5.</u>	<u>APPEL D'OFFRES ET LETTRE DE MISSION</u>	<u>17</u>
5.1.	Contexte de la mission	17
5.2.	Relations avec les parties prenantes à l'opération	17
5.3.	Diligences pouvant être envisagées	18
5.4.	Références	18
5.5.	Proposition financière	18
<u>6.</u>	<u>PRINCIPAUX CRITÈRES ÉCARTÉS DANS LE CADRE DES OFFRES PUBLIQUES</u>	<u>19</u>
6.1.	Réflexions ESG à date	19
6.2.	Points d'attention pour l'expert indépendant	20
6.3.	Diligences de l'expert indépendant	21
6.4.	Limites des diligences	21
6.5.	Impact sur les calculs et la valorisation	21

7. BUSINESS PLAN	22
7.1. Résumé des études sur la prise en compte des critères ESG dans le BP	22
7.2. Points d'attention de l'expert indépendant en matière d'analyse du BP en lien avec la performance ESG	27
8. COMPARABLES BOURSIERS ET TRANSACTIONS COMPARABLES	30
8.1. Réflexions ESG à date	30
8.2. Points d'attention pour l'expert indépendant	33
8.3. Diligences à mener sur le sujet ESG par l'expert indépendant	33
8.4. Limites des diligences de l'expert indépendant	34
9. TAUX D'ACTUALISATION ET MÉTHODE DCF	35
9.1. Raisons pouvant expliquer l'existence d'un lien entre le taux d'actualisation et la performance ESG	35
9.2. Conseils pratiques dans le cadre de la mise en œuvre d'une expertise indépendante	39
9.3. Conclusion	40
10. ENDETTEMENT FINANCIER NET	41
10.1. Impact de l'ESG sur la dette financière	41
10.2. Conséquences sur les travaux de l'expert indépendant	42
11. SYNERGIES	43
11.1. Réflexions ESG à date	43
11.2. Impact de l'ESG sur les aspects économiques de la prise en compte des synergies dans les offres publiques	43
11.3. Documentation à la disposition de l'expert indépendant concernant les synergies	45
11.4. Rôle et diligences de l'expert indépendant dans la prise en compte des synergies	45

12. PRIX ÉQUITABLE	46
12.1. Impact de l'ESG dans la valeur fondamentale	46
12.2. Impact de l'ESG sur le prix de l'offre	47
12.3. Caractère équitable des conditions de l'offre	47
13. HIÉRARCHISATION DES CRITÈRES DANS L'APPROCHE D'ÉVALUATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	48
13.1. Réflexions ESG à date	48
13.2. Points d'attention pour l'expert indépendant	48
13.3. Diligences à mener sur le sujet ESG par l'expert indépendant	50

GLOSSAIRE

AG	Assemblée générale
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
ANR	Actif net réévalué
APEI	Association Professionnelle des Experts Indépendants
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
BFR	Besoin en fonds de roulement
BMC	<i>Business Model Canvas</i>
BP	<i>Business plan</i>
CA	Chiffre d'affaires
CAC	Commissaire aux comptes
Capex	<i>Capital expenditure</i>
CARE	<i>Comprehensive Accounting in Respect of Ecology</i>
CCEF	Compagnie des Conseils et Experts Financiers
CNCC	Compagnie nationale des commissaires aux comptes
CNOEC	Conseil national de l'ordre des experts-comptables
CO ₂	Dioxyde de carbone
CSRD	<i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DD	Développement durable
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DEU	Document d'enregistrement universel
DPEF	Déclaration de performance extra-financière
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
ESG	Environnement, Social, Gouvernance

EU	<i>European Union</i>
EV	<i>Equity value</i>
GES	Gaz à effet de serre
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IPEV	<i>International Private Equity and Venture Capital Valuation</i>
IIRC	<i>International Integrated Reporting Council</i>
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
IVS	<i>International Valuation Standards</i>
ODD	Objectifs de développement durable
ONU	Organisation des Nations Unies
OPE	Offre publique d'échange
Opex	<i>Operational expenditure</i>
OTI	Organisme tiers indépendant
PER (P/E)	<i>Price Earning Ratio</i>
PESTEL	Politique, Économique, Socioculturel, Technologique, Écologique, Légal
P&L	<i>Profit & Loss</i>
PME	Petites et moyennes entreprises
PSAI	Prestataires de service d'assurance indépendants
PV	Procès-verbal
R&D	Recherche et développement
RH	Ressources humaines
RSE	Responsabilité sociale des entreprises
SGE	Système de gestion environnementale
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
TBL	<i>Triple Bottom Line</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

ESG ET ÉVALUATION

1. Introduction

1.1. Critères ESG

En Europe, les investisseurs et les parties prenantes accordent une importance croissante aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG ») dans leurs décisions d'investissement.

Afin de répondre non seulement aux attentes des investisseurs mais également aux souhaits de leurs partenaires et de leurs collaborateurs, les sociétés s'engagent progressivement dans des actions pouvant conduire jusqu'à une modification complète de leur stratégie pour intégrer des critères ESG. Leur objectif est notamment une amélioration de leur performance opérationnelle et une réduction des coûts liés aux risques environnementaux et sociaux, ce qui nécessite néanmoins des investissements initiaux, des coûts de mise en place, puis un suivi régulier.

Ainsi, les sociétés qui ont engagé une réflexion et des actions ESG saisissent une opportunité stratégique pour renforcer leur compétitivité, et peuvent bénéficier d'une meilleure perception de leur gestion des risques et des opportunités liés à la durabilité.

Cela peut se traduire par un accroissement de valeur en lien avec une réduction des risques et un renforcement de l'attractivité pour les investisseurs à long terme et/ou des coûts ou des investissements impactant la valeur à la baisse à court terme.

Les informations communiquées en matière d'ESG sont en constante augmentation tout en se standardisant pour améliorer la transparence et la comparabilité des données entre les sociétés.

1.2. Impacts de l'ESG sur la mission de l'expert indépendant

L'expert indépendant, dont le rôle consiste à apprécier les conditions financières d'une opération (offre publique, retrait de cote, augmentation de capital réservée avec une décote,...), doit soumettre un rapport détaillé sur ladite opération, à l'organe compétent qui rendra un avis motivé sur cette dernière.

Afin de mener à bien sa mission, il procède notamment à une évaluation multicritère de la société objet de l'opération (la « **société cible** »).

La stratégie ESG de la société cible, le niveau des informations qu'elle communique à ce sujet et le corpus normatif encadrant cette communication n'affectent pas directement la mission de l'expert indépendant.

Toutefois, ce dernier ne peut ignorer ces évolutions générales ou spécifiques à la société cible, et est fondé à rester vigilant sur :

- les impacts éventuels des critères ESG sur les données financières historiques et prévisionnelles qui lui sont fournies ;
- les informations communiquées par la société cible sur les actions ESG pouvant être utiles à ses travaux.

La vigilance est de rigueur puisqu'à ce jour, les conséquences des critères ESG sur la valeur d'une société restent difficiles à quantifier et encore plus à modéliser.

En matière d'évaluation, les études académiques, les professionnels de l'évaluation et les investisseurs cherchent à quantifier les impacts que peut avoir l'ESG sur l'évaluation intrinsèque (hypothèses du business plan, taux d'actualisation, valeur terminale, prime de risque), ou sur l'évaluation analogique (comparables boursiers, transactions comparables). Des tendances homogènes ne se dessinent pas encore. Dans ce contexte, le présent document ne peut conclure sur l'ensemble des effets que l'ESG est susceptible d'avoir sur la valeur d'une société, dans la mesure où l'impact économique ou financier des sujets ESG n'est pas encore suffisamment quantifiable pour pouvoir répondre de manière définitive à toutes les questions qui se posent.

À ce stade de maturation des réflexions ESG, le groupe de travail de l'APEI « ESG et évaluation » (le « **groupe de travail de l'APEI** ») souhaite simplement aborder les principaux sujets d'attention ESG pour la mission de l'expert indépendant et son appréciation financière d'une offre publique, le cas échéant en complément de chapitres du recueil des publications de l'APEI mis à jour en mai 2023¹.

Le présent document comprend des liens [hypertexte](#) activables dans sa version numérique.

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

¹ Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#).

2. Sources d'information disponibles pour l'expert indépendant

L'expert indépendant peut se référer à des informations publiques pour prendre connaissance de l'environnement ESG tant de la société cible que des sociétés incluses dans l'échantillon de comparables retenu pour l'évaluation analogique.

La liste, détaillée ci-après, reste indicative, l'expert indépendant exerçant son jugement professionnel pour déterminer les informations utiles à la réalisation de sa mission.

Rappelons que les principaux documents utilisés par l'expert indépendant sont mentionnés dans son rapport.

Source d'informations ESG / Responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) / DD exploitables pour l'expert indépendant

SOURCE	THÈME	NATURE DES INFORMATIONS
Statuts	Dispositions statutaires	Raison d'être (lorsqu'elle est statutaire) Rapport du Comité ou du référent de mission (objectifs sociaux et environnementaux) Rapport de l'OTI relatif à la mission
PV d'AG	Résolutions des assemblées générales	Résolutions climatiques,...
Rapport de gestion	DPEF / Performance globale	Matrice de matérialité Modèle d'affaires Articulation du modèle d'affaires avec le plan d'affaires Poids relatif des informations "E", "S" et "G" Pertinence des informations extra-financières (<i>comply or explain</i>) Cartographie des risques Diligences du CAC / de l'OTI sur la DPEF Degré d'assurance raisonnable fournie par les CAC / OTI sur certains indicateurs de la DPEF
Rapport de gestion	Plan de Vigilance	Droits humains et libertés fondamentales, santé et sécurité des personnes Description des actions et dispositifs mis en place pour couvrir les risques Indicateurs permettant de mesurer l'efficacité des mesures prises
Rapport RSE/DD	Rapport climat, rapport ISO 2600, rapport(s) volontaire(s)	Informations relatives à la stratégie de l'émetteur en matière de RSE/DD

Rapport de durabilité	Degré de connectivité entre les informations extra-financières et les états financiers	Cohérence entre les risques recensés et les provisions comptabilisées
Rapport de durabilité	Reporting en normes ESRS	Normes transverses, normes "E", normes "S", normes "G" Strates à trois niveaux Degré d'assurance fournie par les OTI/PSAI sur le contenu des rapports de durabilité
DEU / Rapport annuel	Reporting de taxonomie	Lien entre les indicateurs de taxonomie (CA, Opex, Capex) et le plan d'affaires Distinguo entre les activités "éligibles" et les activités "alignées" Degré d'assurance fournie par les CAC sur certains indicateurs de taxonomie (à la demande de l'entité) Vérification externe des critères de durabilité des <i>EU Green Bonds</i>
DEU / Rapport annuel	Composition de la gouvernance	Nombre, profil, qualification des administrateurs en charge du développement durable Comités en charge de la RSE / du développement durable Intéressement des dirigeants à la réalisation des objectifs de développement durable
DEU / Rapport annuel	Instruments de dettes en lien avec le développement durable	Obligations durables (<i>Sustainability Bonds</i>) Obligations liées au développement durable (<i>Sustainability-Linked Bonds</i>) Prêts à impact (<i>Sustainability-Linked Loans</i>)
DEU / Rapport annuel	Reporting / rapport intégré	Matérialité financière en lien avec les facteurs extra-financiers Gestion intégrée des 6 formes de capitaux recensés par l'IIRC
DEU / Rapport annuel	Modèles de comptabilité socio-environnementale	E-P&L, TBL, CARE, Bilan Carbone, ... Capitaux immatériels / Valeurs immatérielles
DEU / Rapport annuel	Rating des agences de notation	<i>Vigeo Eiris</i> <i>Carbon Disclosure Project</i> Indice CAC 40 ESG Autres ratings, le cas échéant
DEU / Rapport annuel	Awards obtenus dans le domaine du développement durable	<i>Seal Awards</i> , ...
Bases de données	Comparaison avec les <i>peers</i>	Indicateurs ESG Indicateurs sectoriels (GRI) Indicateurs de l'économie circulaire 17 objectifs ODD de l'ONU Outils comparatifs des risques climatiques

3. Grille d'analyse de l'expert indépendant

3.1. Liminaire

Selon la définition de l'Autorité des marchés financiers (AMF), les critères extra-financiers « *permettent d'évaluer un acteur économique en dehors des critères financiers habituels que sont la rentabilité, le prix de l'action et les perspectives de croissance.... C'est-à-dire qu'ils prennent en compte son impact sur l'environnement et la société, la gestion des ressources humaines ou encore le traitement des actionnaires minoritaires par exemple* »².

Une entreprise engagée dans une démarche lui permettant d'appréhender pleinement les critères ESG dans sa stratégie pourrait :

- optimiser sa gestion des ressources ;
- améliorer son image et sa crédibilité ;
- bénéficier d'un pouvoir d'attraction plus important de clients et de partenaires ;
- attirer et conserver les talents ;
- accéder plus facilement à des subventions, des financements,...

Si l'analyse des critères ESG semble progressivement s'imposer dans l'évaluation d'une société, notamment à l'occasion d'une expertise indépendante, il est encore complexe d'en mesurer les contours et les impacts sur la valeur d'une société.

Les agences de notation ESG analysent de très nombreux indicateurs (pas nécessairement les mêmes) sans que cela ne soit d'ailleurs réalisé dans une optique d'évaluation financière de l'entreprise.

Il paraît utopique voire erroné d'imaginer, à ce stade, une grille de lecture universelle des critères ESG que devrait suivre l'expert indépendant, ces critères étant propres à chaque société.

² www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/finance-durable/glossaire-de-la-finance-durable

Pour l'aider dans la recherche des informations ESG, le groupe de travail de l'APEI propose néanmoins une grille indicative pouvant servir de support de prise de connaissance de la stratégie ESG de la société cible lorsque l'expert indépendant estime nécessaire de poursuivre l'étude sur ce thème.

3.2. Grille proposée

La grille illustrative, proposée ci-après, vise à aider l'expert indépendant à sélectionner les thématiques possibles de discussion avec la société cible afin de comprendre son implication dans une démarche RSE, son état d'avancement sur les différents enjeux ESG, et les éventuelles différences significatives par rapport à la stratégie retenue par les autres entreprises du secteur.

ENVIRONNEMENT

Politique environnementale	Existence d'un système de gestion environnementale (SGE) Engagements et objectifs en matière de politique environnementale
Vulnérabilité au changement climatique	Vulnérabilité physique aux événements climatiques extrêmes, au réchauffement de la planète,...
Empreinte carbone	Existence d'une politique de réduction de gaz à effet de serre (GES) Réalisation d'un bilan carbone Analyse des émissions de GES
Consommation d'eau	Existence d'une politique de gestion de l'eau Analyse de la consommation totale d'eau Mesure éventuelle de la pollution de l'eau
Gestion des déchets	Existence d'une politique de gestion des déchets Analyse de la quantité de déchets produits, recyclés et dangereux
Consommation d'électricité / sobriété numérique	Existence d'une politique de sobriété numérique, analyse de la consommation d'électricité
Biodiversité	Existence d'une étude de matérialité de la biodiversité (existence de risque d'impact sur la biodiversité)

SOCIAL

Santé et sécurité au travail	Politique de prévention des accidents du travail Suivi du nombre d'accidents, du taux de fréquence des accidents du travail, du nombre d'accidents avec arrêts > 24h
Conditions de travail et bien-être des collaborateurs	Politique RH Respect des droits fondamentaux Score de satisfaction des employés avec % d'employés ayant répondu aux enquêtes Turnover Initiatives mises en œuvre pour promouvoir le bien-être au travail
Formation	Nombre moyen d'heures de formation par employé
Sensibilisation aux critères ESG	Existence d'actions de sensibilisation des employés sur l'ESG
Lutte contre la discrimination	Existence d'une politique de diversité et d'inclusion / de non-discrimination Analyse des métriques RH (nombre d'incidents, ratios égalité hommes-femmes, employés en situation d'handicap,...)

GOVERNANCE & ÉTHIQUE

Management de la RSE	Existence d'une politique formalisée et d'objectifs Existence d'un responsable RSE Existence d'un reporting ESG Rémunération des dirigeants conditionnée à la réalisation d'objectifs RSE Éligibilité à la taxonomie européenne
Composition du conseil de surveillance / conseil d'administration	Présence de membres indépendants au sein du conseil de surveillance / conseil d'administration
Politique d'éthique	Existence d'un code éthique formalisé Nombre d'employés ayant signé la charte éthique (le cas échéant) Nombre de cas confirmés de fraude
Sécurité des systèmes d'information	Existence d'une politique de sécurité des systèmes d'information formalisée Mesures mises en œuvre pour assurer la sécurité des systèmes d'information Procédures pour sécuriser les données sensibles Nombre d'incidents liés à la sécurité des données

ACHATS RESPONSABLES / PARTENAIRES

Analyse des fournisseurs	Existence d'un code de conduite des fournisseurs Analyse de matérialité et de la démarche RSE des fournisseurs Existence de risque lié au travail des enfants et au travail forcé
--------------------------	---

4. Limites de la mission de l'expert indépendant dans la prise en compte des critères ESG

Les critères ESG peuvent être cités au paragraphe « limites de la mission » figurant généralement dans le rapport de l'expert indépendant.

Le groupe de travail de l'APEI propose, ci-après, des formulations concernant les principales limites de la mission de l'expert indépendant relatives à la prise en compte des critères ESG susceptibles d'être mentionnées dans son rapport, sans que cette liste soit exhaustive :

- Les travaux de l'expert indépendant ne consistent pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes consolidés, ou annuels, ou du document d'enregistrement universel et/ou du rapport de durabilité de la société cible.

Au regard des critères ESG, la mission de l'expert indépendant n'est donc pas d'auditer ou de contrôler l'information délivrée par la société cible sur les sujets liés à l'ESG.

À plus forte raison, elle n'a pas pour objet de compléter l'information existante de la société cible sur les critères ESG, notamment lorsqu'elle est soumise à des obligations d'information allégées à raison des seuils applicables.

- Les travaux de l'expert indépendant n'ont pas pour objectif de donner une opinion sur la stratégie menée ou les politiques mises en œuvre par la société cible dans le domaine de l'ESG, ni sur les notations obtenues par la société cible en matière d'ESG ou sur l'effet que l'attribution d'une ou de plusieurs notations pourrait avoir sur l'évaluation de son titre ou sur son accès au financement.

La stratégie menée et les politiques mises en œuvre en matière d'ESG par la société cible font partie d'un ensemble d'informations qui peuvent être exploitées par l'expert indépendant lorsqu'il le juge nécessaire. Ces éléments ne sont pas forcément significatifs.

Dès lors, le rapport de l'expert indépendant n'inclut pas nécessairement une présentation du positionnement de la société cible sur les critères ESG et des conséquences qui pourraient en être tirées en matière d'évaluation. L'expert indépendant n'a pas non plus l'obligation de présenter dans son rapport son étude des critères ESG et les conclusions y afférentes. Il juge s'il est opportun de le faire.

- L'analyse que peut faire l'expert indépendant de la politique ESG dans son rapport n'a pas *in fine* systématiquement d'impact sur les conditions financières de l'offre publique.
- En matière d'ESG, les diligences de l'expert indépendant portent tout au plus sur la vraisemblance et la cohérence des informations prévisionnelles qui lui ont été communiquées, au regard de la stratégie et des politiques ESG qui lui ont été présentées par la société cible, afin d'en apprécier l'incidence sur ses travaux d'évaluation.

5. Appel d'offres et lettre de mission

En complément de la publication de l'APEI « Appel d'offres dans le cadre du choix de l'expert indépendant nommé au titre du Règlement Général de l'AMF »³, l'attention de l'expert indépendant est attirée sur différents aspects relatifs à l'ESG qu'il pourra mentionner dans le cadre de sa réponse à l'appel d'offres ou dans sa lettre de mission ou dans sa requête documentaire.

5.1. Contexte de la mission

- Positionnement des titres de la société cible et, le cas échéant, de l'Initiateur (OPE) sur des indices ESG (CAC 40 ESG⁴, ESG Leaders⁵,...).
- En complément de la référence à la réglementation et à la doctrine AMF⁶, mention éventuelle des études de l'AMF en lien avec les sujets ESG susceptibles d'être exploitées⁷.

5.2. Relations avec les parties prenantes à l'opération

- Accès à la direction ESG de la société cible, et le cas échéant, de l'initiateur (OPE).
- Contacts avec les administrateurs en charge des sujets ESG au sein de l'organe compétent (Conseil d'administration, Conseil de surveillance,...) / du Comité ad hoc⁸.

³ Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre A, p. 9-15.

⁴ <https://live.euronext.com/fr/product/indices/FR0014002B49-XPAP#index-composition>

⁵ <https://live.euronext.com/fr/product/indices/NL0012758577-XAMS#index-composition>

⁶ Instruction [2006-07](#) ; Instruction [2006-08](#) ; Recommandation [2006-15](#).

⁷ À titre indicatif :

- « Bilan du reporting de durabilité des sociétés cotées », [2024](#) ;
- « Étude sur le reporting Taxonomie des sociétés financières cotées, [2024](#) » ;
- Recommandation AMF DOC 2024-05 « Arrêté des comptes 2024 et travaux de revue des états financiers », [2024](#) ;
- « Étude sur le reporting taxonomie des sociétés cotées non financières », [2023](#) ;
- « Publication de la Commission Climat et finance durable : résolutions climatiques », [2023](#) ;
- Recommandation AMF DOC-2023-09 « Arrêté des comptes 2023 et travaux de revue des états financiers », [2023](#) ;
- « Éclairages sur le premier reporting taxonomie des sociétés cotées », [2022](#) ;
- « Panorama des informations fournies dans les états financiers 2021 sur les effets du changement climatique et des engagements pris par les sociétés », [2022](#).

⁸ Cf. article [261-1 III](#) du règlement général de l'AMF.

5.3. Diligences pouvant être envisagées

- Prise en compte dans le programme de travail des facteurs ESG pour l'évaluation multicritère de la société cible, et le cas échéant, de l'Initiateur (OPE).
- Documentation de la synthèse du rapport et, le cas échéant, de l'attestation d'équité, au regard des constats ESG.
- Inclusion dans la / les lettre(s) de représentation d'affirmations relatives aux questions-réponses ESG abordées au cours de la mission.

5.4. Références

- Inclusion des connaissances / compétences ESG / outils dédiés au traitement des problématiques ESG (bases de données, ressources documentaires,...) dans la grille de sélection de l'expert indépendant par l'organe compétent / le comité ad hoc.
- Références RSE-DD académiques (publications, modules d'enseignement,...) et professionnelles (formations spécialisées, certificats / visas,...) de l'expert indépendant et des membres de son équipe.

5.5. Proposition financière

- Recours éventuel à un expert (environnemental).

6. Principaux critères écartés dans le cadre des offres publiques⁹

Le groupe de travail de l'APEI rappelle que l'argumentation pour écarter un critère ou une méthode de valorisation est un sujet indépendant des enjeux ESG. Cependant, ces enjeux peuvent influencer indirectement sur l'appréciation de l'expert indépendant, au même titre que les autres facteurs qui impactent le modèle économique de la société cible.

6.1. Réflexions ESG à date

La prise en compte croissante des enjeux ESG dans les stratégies et les modèles économiques des entreprises n'a pas pour effet, à elle seule, de rendre inefficace ou incontournable l'un ou l'autre des critères ou des références d'évaluation.

Au cours des douze mois qui se sont écoulés de juillet 2023 à août 2024¹⁰, les statistiques concernant les méthodes écartées par les experts indépendants ne sont pas significativement différentes de celles en date de l'étude qui avait été réalisée en 2009 (hors sociétés patrimoniales), à l'exception de l'augmentation du pourcentage de l'exclusion du critère des comparables boursiers (31% en 2023-2024 *versus* 19% en 2009). Les motifs invoqués pour écarter certains critères ou références ne sont jamais présentés comme ayant un lien avec des critères ou enjeux ESG.

Etude 2023-24	Actif net comptable (ANC)	Actif net réévalué (ANR)	Dividende (DDM)	Transactions comparables	Cours de bourse	DCF	Comparables boursiers	Transactions sur le capital
Ecartée	81%	75%	94%	63%	3%	16%	31%	28%
Retenue	19%	25%	6%	38%	97%	84%	69%	72%
Rappel Etude 2009	ANC	ANR	DDM	Transactions comparables	Cours de Bourse	DCF	Comparables boursiers	Transactions sur le capital
Ecartée	81%	89%	100%	57%	5%	14%	19%	n.d.
Retenue	19%	11%	0%	43%	95%	86%	81%	n.d.

⁹ En complément de la publication de l'APEI « Critères écartés », Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre D, p. 29-51.

¹⁰ Statistiques réalisées sur la base des rapports d'experts indépendants.

Pour autant, les enjeux climatiques émergent au sein des analyses financières menées par les experts indépendants. C'est ainsi qu'une mention des critères ESG apparaît dans 41% des matrices SWOT figurant dans les rapports d'expertise indépendante se rapportant aux opérations de juillet 2023 à août 2024.

Etude 2023-24	SWOT				Global
	Menaces	Faiblesses	Opportunités	Forces	
Occurrence ESG	25%	16%	22%	0%	41%

6.2. Points d'attention pour l'expert indépendant

En théorie, il serait possible qu'un critère ou une référence d'évaluation soit écarté en raison de l'existence d'enjeux ESG majeurs qui ne seraient pas correctement reflétés.

Par exemple :

- le décalage entre la valeur d'un actif net comptable et une valorisation de marché pourrait être renforcé par des impacts financiers ESG non encore reconnus dans les comptes ;
- le cours de bourse pourrait ne pas anticiper des évolutions à moyen ou long terme ;
- les flux prévisionnels de trésorerie pourraient ignorer des scénarios présents dans le secteur d'activité ;
- les divergences dans l'avancement de la stratégie ESG de sociétés comparables pourraient affaiblir la pertinence d'un échantillon.

Ces exemples montrent qu'en pratique, les enjeux ESG ne sont pas dissociables des analyses couramment mises en œuvre pour l'appréciation de chacun des critères ou des références de valorisation.

Ainsi, les enjeux ESG peuvent participer à la réflexion de l'expert indépendant pour écarter un critère ou une référence d'évaluation. Ils peuvent également conduire l'expert indépendant à :

- écarter une société comparable ou une transaction des échantillons retenus pour l'évaluation analogique ;
- exclure une évaluation analogique des méthodes retenues ;
- proposer un scénario de prévisions pour introduire une analyse de sensibilité.

6.3. Diligences de l'expert indépendant

Si le secteur d'activité de la société cible le nécessite, dès la phase de prise de connaissance de la société, l'expert indépendant s'attache à intégrer dans ses analyses la compréhension et le degré d'exposition aux enjeux ESG.

L'expert indépendant s'appuie sur les informations pertinentes disponibles, lorsqu'elles mettent en évidence des enjeux matériels.

6.4. Limites des diligences

À défaut d'informations pertinentes disponibles, l'expert indépendant apprécie s'il doit le mentionner dans son rapport au titre des limites qu'il a rencontrées.

Lorsqu'il intègre les critères ESG dans la valorisation de la société cible, l'expert indépendant peut :

- souligner les limites techniques et le caractère évolutif des sujets ESG ;
- intégrer une étude de sensibilité à certaines estimations ;
- préciser si une étude de sensibilité ne peut être menée de manière pertinente.

6.5. Impact sur les calculs et la valorisation

L'expert indépendant signale dans son rapport la prise en compte d'enjeux ESG lorsqu'ils sont significatifs, au même titre que les autres facteurs qui affectent le modèle économique de la société cible. Il apprécie la pertinence de fournir des analyses de sensibilité pour éclairer les actionnaires.

7. Business Plan¹¹

La prise en compte des critères ESG dans le plan d'affaires ou business plan (« BP ») s'articule autour des questions suivantes :

- soulevées dans les études actuelles sur (§ 7.1) :
 - le niveau auquel une politique ESG ou la performance ESG¹² d'une société peut être prise en compte entre le BP (flux de trésorerie) et le taux d'actualisation ;
 - le lien entre différentes politiques ESG et / ou la performance ESG globale et la performance économique¹³ des entreprises ;
- ou visant les points d'attention pour l'analyse du BP en lien avec la performance ESG de la société cible (§ 7.2.).

7.1. Résumé des études sur la prise en compte des critères ESG dans le BP

De très nombreuses études, de qualités très diverses, affirment régulièrement mettre en lumière un lien entre une politique ESG, la performance économique des entreprises voire le taux d'actualisation (§ 9).

L'expert indépendant est alors susceptible d'être interpellé par un tiers¹⁴ sur la manière dont a été prise en compte une politique ESG particulière ou la performance ESG globale dans la performance économique et le BP de la société cible.

¹¹ En complément de la publication de l'APEI « Business plan », Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre E, p. 52-80.

¹² Dans la suite de ce chapitre ainsi que celui consacré au lien entre taux d'actualisation et critères ESG (§ 9), la notion de performance ESG d'une société correspond à son positionnement global par rapport aux critères ESG. Il est au-delà de la portée de cette fiche de décrire ce qui constitue une bonne performance et un bon positionnement ESG dans un contexte où différentes études ont montré : (i) l'existence de plus de 70 fournisseurs de notes ESG, (ii) la faible corrélation entre ces notes et (iii) que le positionnement pertinent pour une société est lié à un nombre limité de critères entrant dans les notations ESG plutôt qu'à la note globale (cf. Edmans, A., « Grow the Pie : How great companies deliver both purpose and profit », 2020, Cambridge University Press).

Une politique ESG correspond à une politique spécifique visant à améliorer un aspect du positionnement ESG d'une société : les émissions de CO₂, la consommation d'eau, l'égalité hommes-femmes,...

¹³ Par performance économique, nous entendons la performance en termes de niveau de marge, de taux de rotation du capital employé, et ainsi *in fine* de niveau de la rentabilité des capitaux employés par rapport au coût du capital.

Nous distinguons la performance économique de la performance financière qui correspond au taux de rendement réalisé (ajusté ou non du risque) d'une action.

La performance économique n'est pas forcément corrélée à la performance financière, notamment si (i) la performance économique (ou son amélioration quelle qu'en soit la cause) est anticipée, (ii) le taux de rendement exigé par les investisseurs varie et (iii) la volatilité des taux de rendement réalisés est importante sur la période d'analyse.

¹⁴ Voir aussi le chapitre B du Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante sur les relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires, [mai 2023](#), p. 16-18.

D'une manière générale, il faut noter que toute étude individuelle, qu'elle émane du monde académique ou de celui des praticiens de l'évaluation ou de la gestion d'actifs, doit être prise en compte avec précaution et, le cas échéant, mise en regard d'autres études.

Confronté aux résultats d'études qui lui seraient soumises, l'expert indépendant peut se poser les questions suivantes, sous la réserve générale que face au caractère nuancé des conclusions de la littérature académique en matière d'impact de la performance ESG sur la performance économique, les publications aux résultats les plus tranchés doivent souvent être largement relativisées ou écartées :

- Les méthodologies mises en œuvre sont-elles suffisamment détaillées pour en apprécier la portée ?
- Les résultats présentés sont-ils complétés d'indications concernant leur caractère statistiquement significatif¹⁵ ?
- Le critère ESG testé est-il la seule variable explicative prise en compte alors qu'il peut exister d'autres facteurs explicatifs corrélés avec le critère ESG testé¹⁶ ?
- Est-il établi une simple corrélation ou est-il démontré l'existence d'un lien de causalité¹⁷ ?
- Est-il procédé à une analyse de robustesse des résultats¹⁸ ?
- L'étude a-t-elle été publiée dans un journal à comité de relecture ?

En tout état de cause, la manière dont une étude spécifique, soumise à l'expert indépendant, est prise en compte dans son évaluation relève de son jugement professionnel.

¹⁵ Sans indication du caractère statistiquement significatif d'un résultat, le lecteur ne peut pas savoir si l'impact mis en lumière (par exemple, tel facteur ESG a un impact sur la croissance de X%) est en effet différent de zéro avec un intervalle de confiance suffisant.

¹⁶ Ce phénomène est connu en statistique sous le nom de biais de la variable omise. Il fait allusion à une situation où un modèle statistique omet de prendre en considération une ou des variables explicatives du phénomène considéré. Si ces variables sont positivement corrélées avec la seule variable prise en compte, alors le coefficient de corrélation de la seule variable considérée est mécaniquement biaisé vers le haut.

Par exemple, un modèle qui teste l'impact d'un facteur ESG sur le taux de rendement d'un portefeuille de titres est susceptible d'être confronté à ce problème si ce facteur ESG est corrélé à la taille (par exemple, une société de plus petite taille aura en moyenne moins de moyens d'investir en ESG), sachant qu'il est connu que la taille influence positivement le taux de rendement anticipé et que la taille n'a pas été retenue comme facteur explicatif.

¹⁷ Si la performance économique est corrélée à la performance ESG, cela peut être aussi bien parce que ce sont les entreprises les plus performantes économiquement qui ont le plus de moyens pour mener une politique ESG ambitieuse, que parce que la performance ESG influence positivement la performance économique (Larcker, DF., Seru, A., Tayan, B., « Is ESG a Luxury Good? », 2024, Stanford Closer Look Series).

¹⁸ Les tests de robustesse ont notamment pour objectif de vérifier si le résultat mis en avant provient de choix spécifiques particuliers ou non et survit à de légères modifications méthodologiques.

7.1.1. À quel niveau la stratégie ESG d'une société peut-elle être prise en compte entre le BP et le taux d'actualisation ?

La recommandation de l'AMF [DOC-2006-15](#) du 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante mentionne, dans son article 3.2.2 consacré au principe de transparence, que « *l'expert indépendant (...) indique la façon dont les risques spécifiques (généralement inclus dans le plan d'affaires) et systématiques (par la détermination du taux d'actualisation) ont été traités* ».

Pour suivre la recommandation de l'AMF, la manière de prendre en compte une politique ESG ou plus globalement le positionnement ESG d'une entreprise suppose de déterminer si les critères ESG relèvent d'un risque spécifique ou d'un risque systématique.

À ce stade, nous observons que les praticiens et les universitaires apparaissent relativement divisés sur cette question.

D'une part, les guides relatifs à l'incorporation de l'ESG dans les pratiques d'évaluation publiés par différents cabinets de conseil envisagent tous les impacts que l'ESG peut avoir dans le BP et les flux de trésorerie au travers du chiffre d'affaires, des coûts d'exploitation (surcoûts et économies générés) et des investissements.

Cette approche est approuvée par certains universitaires¹⁹ et semble être plutôt suivie par les analystes financiers²⁰.

Mais, d'autre part, certaines études indiquent que la performance ESG influencerait le taux d'actualisation soit du fait d'une évolution des préférences des investisseurs, soit de l'existence d'un facteur ESG²¹ (§ 9).

Selon une étude menée par Bancel & alia (2023) auprès de praticiens de l'évaluation, c'est d'ailleurs la voie de l'ajustement du taux d'actualisation qui serait privilégiée pour prendre en compte l'impact des critères ESG²².

Toutefois, on peut s'interroger si cette dernière n'est pas privilégiée parfois par défaut, face à la difficulté de modéliser précisément toutes les implications de chaque politique ESG menée par la société à évaluer (Edmans, 2023).

¹⁹ Edmans, A., « Applying Economics – Not Gut Feel – To ESG Issues », 2023, Financial Analyst Journal.

²⁰ Derrien, F., Krueger, P., Landier, A., Yao, T., « ESG news, future cash-flows, and firm value », 2024, unpublished working paper.

²¹ Cornell, « ESG Preferences, Risk, and Return », 2020, unpublished working paper.

West, J., Polychronopoulos, A., « Is ESG a Factor? », 2020, Research Affiliates.

Pastor, L., Stambaugh, R.F., Taylor, L.A., « Sustainable investing in equilibrium », 2021, Journal of Financial Economics.

Pedersen, L.H., Fitzgibbons, S., Pomorski, L., « Responsible investing: The ESG-efficient frontier », 2021, Journal of Financial Economics.

²² Bancel, F., Glavas, D., Karolyi, G.A., « Do ESG Factors Influence Firm Valuation. Evidence from the Field », 2023, unpublished working paper: "In conclusion, based on the survey data's descriptive statistics, the subsequent analysis, and insights gleaned from the interviews, it becomes evident that practitioners predominantly adjust discount rates, rather than cash flows, when incorporating ESG factors into their valuation processes".

Par exemple, il est souvent mis en avant qu'améliorer la satisfaction de ses employés peut avoir des effets bénéfiques sous la forme d'une meilleure productivité et d'un moindre turnover, ce qui devrait réduire les coûts salariaux. À l'inverse, faire progresser cette satisfaction impose des coûts supplémentaires, par exemple, sous la forme de salaires plus élevés, l'octroi d'avantages ou l'investissement dans l'environnement de travail. La prise en compte de l'ensemble de ces effets s'avère complexe dans un BP pour un effet net sur les flux de trésorerie qui peut être difficile à appréhender en fonction des circonstances (cf. *infra*).

En dernier lieu, des universitaires et praticiens soutiennent que la performance ESG n'aurait pas d'influence sur la performance économique²³, ou alors seulement pour éviter le risque de voir se réaliser des scénarios défavorables voire catastrophiques²⁴.

Au regard du manque de consensus sur l'outil à privilégier pour prendre en compte la performance ESG, entre le BP et le taux d'actualisation, et du principe de transparence posé par la recommandation AMF DOC-[2006-15](#) susmentionnée, l'expert indépendant pourrait préciser dans son rapport :

- si la prise en compte d'une politique ESG particulière ou de la performance ESG globale a affecté les résultats de son évaluation ;
- à quel niveau il l'a prise en compte ; et
- expliquer, le cas échéant, la raison pour laquelle une double prise en compte a pu être faite dans le BP et le taux d'actualisation.

7.1.2. Quel est le lien entre différentes stratégies ESG et la performance économique des entreprises ?

À l'aune des affirmations souvent répétées selon lesquelles il existe un lien positif entre la performance ESG et la performance économique, et des obligations de reporting ESG mises à la charge des entreprises, la question peut sembler superflue.

Toutefois, sans en généraliser la portée, la littérature académique n'établit, à ce stade, qu'un lien mitigé et souvent complexe entre performance ESG et performance économique, ce que la revue de littérature réalisée par Pedro Matos (2020) résumait en indiquant : « *Recent studies have illustrated the view that the answer to the question of whether firms that « do good, do well » is « it depends », as with so many questions in economics* »²⁵.

²³ Awaysheh, A., Heron, RA., Perry, T., Wilson, JI., « On the Relation Between CSR and Financial Performance », 2020, Strategic Management Journal.

²⁴ Cornell, B., Damodaran, A., « Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? », 2020, The Journal of Impact and ESG Investing.

²⁵ Matos, P., « ESG and Responsible Institutional Investing Around the World A Critical Review », 2020, CFA Research Institute.

Par exemple, il est régulièrement avancé que certains éléments intégrés dans les critères ESG sont associés à une meilleure performance économique et / ou financière, comme la gouvernance d'entreprise²⁶, la satisfaction des employés²⁷, la diversité en entreprise²⁸ ou la maîtrise des émissions de CO₂²⁹.

Pourtant, l'avancée des recherches dans ces différents domaines montre que le lien entre performance ESG et performance économique est beaucoup plus faible qu'initialement envisagé, ou plus complexe.

Par exemple :

- la gouvernance d'entreprise n'est pas corrélée avec les rendements réalisés dans les industries compétitives³⁰ ;
- la satisfaction des employés ne conduit pas à une surperformance dans les pays disposant de marchés du travail fortement régulés³¹ ;
- le taux de rendement réalisé plus élevé observé sur les entreprises les plus émettrices de CO₂ ne résulte pas de la prise en compte d'une prime de risque dans leur taux d'actualisation mais du rendement observé autour des dates d'annonce de résultats en moyenne supérieurs à ceux anticipés par les analystes financiers³² ;
- aucun lien statistiquement significatif n'est trouvé entre la performance et la diversité sur la base de méthodologies robustes de niveau universitaire³³.

Sans surprise, des études montrent que c'est la mise en œuvre de politiques ESG spécifiques à une activité et difficilement imitables qui sont le plus à même d'affecter positivement la performance économique³⁴.

²⁶ Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., « Corporate Governance and Equity Prices », 2003, Quarterly Journal of Economics.

²⁷ Edmans, A., « Does The Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices », 2011, Journal of Financial Economics.

²⁸ Voir les études réalisées par le cabinet McKinsey, en 2015 (« Diversity Matters »), 2018 (« Delivery through Diversity »), 2020 (« Diversity Wins. How Inclusion Matters ») et 2023 (« Diversity Matters even more: The Case for Holistic Impact »).

²⁹ Bolton, P, Kacperczyk, M., « Do Investors Care About Carbon Risk? », 2021, Journal of Financial Economics.

³⁰ Giroud, X., Mueller, H.M., « Corporate Governance, Product Market Competition and Equity Prices », 2011, Journal of Finance.

³¹ Edmans, A., PU, D., Zhang, C., Li, L., « Employee Satisfaction, Labor Market Flexibility, and Stock Returns Around the World », Management Science.

³² Atilgan, Y., Demirtas, K.O., Edmans, A., Gunaydin, A.D., « Does the Carbon Premium Reflect Risk or Outperformance? », unpublished working paper.

Incidentement, les travaux qui ont mis en lumière que les entreprises les plus émettrices de CO₂ avaient des taux de rendement réalisés plus élevés ne sont pas robustes à des changements méthodologiques (Aswani, J., Raghunandan, A., Rajgopal, S., « Are Carbon Emissions Associated with Stock Returns? », 2024, Review of Finance).

³³ Green, J., Hand, J.R.M., « McKinsey's Diversity Matters / Delivers / Wins Results Revisited », 2024, Econ Journal Watch. Remarquons qu'une politique de diversité se justifie d'un point de vue économique même si elle n'affecte pas négativement la performance.

³⁴ Ioannou, I., Serafeim, G., « Corporate Sustainability: A Strategy », 2021, unpublished working paper.

À notre avis, l'état de la recherche à date en matière d'ESG invite l'expert indépendant à considérer les éléments suivants lorsqu'il s'agit de prendre en compte la performance ESG ou une politique ESG dans la performance économique et le BP :

- › les relations qu'une entreprise entretient avec ses employés, ses consommateurs, les communautés où elle est présente et l'environnement ont de l'importance quand il s'agit d'apprécier sa valeur ; toutefois, il n'existe que rarement un lien clair et fiable entre, d'une part, une ressource consacrée à une politique ESG ou plus largement à l'amélioration de la performance ESG et, d'autre part, la performance économique exprimée sous forme de cash-flows dans un BP ;
- › les éléments liés aux critères ESG qui sont susceptibles d'avoir de l'importance pour la valorisation d'une société sont vraisemblablement limités en nombre et spécifiques à chaque secteur et parfois à chaque entreprise (Edmans, 2020) ;
- › consacrer plus de ressources, soit sous la forme de charges, soit sous la forme d'investissements, à accroître la performance ESG ne conduit pas nécessairement à une amélioration linéaire ou une amélioration tout court de la performance économique exprimée sous forme de flux de trésorerie dans un BP, ne serait-ce que du fait de la loi des rendements décroissants en économie³⁵ ;
- › une approche « tick-the-box » se limitant à vérifier, sans adaptation au contexte de la société cible ou de son secteur, de l'adoption d'une liste préétablie de pratiques et / ou le positionnement sur une échelle de notation ESG n'est pas susceptible de permettre une bonne appréhension de l'impact des critères ESG sur la performance économique exprimée sous forme de cash-flows dans un BP.

7.2. Points d'attention de l'expert indépendant en matière d'analyse du BP en lien avec la performance ESG

Sur la base du plan du chapitre du recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante consacré à l'analyse du BP³⁶, nous proposons quelques préconisations et / ou questions que l'expert indépendant peut se poser en lien avec les critères ESG, étant rappelé que la recommandation AMF DOC-[2006-15](#) indique que le plan d'affaires est établi et validé par la direction de la société cible (article 3.2.1).

- › Concernant la prise de connaissance du BP

L'expert indépendant pourra identifier, en relation avec le management de la société cible, un nombre limité de critères ESG matériellement importants pour les performances économiques de la société cible.

³⁵ Edmands, 2023 ; Cornell & Damodaran, 2020 ; Awaysheh & alia 2020.

Autrement dit, les autres stratégies sont susceptibles soit d'impacter négativement la performance économique des sociétés qui les mettent en œuvre, soit de bénéficier à leurs clients sous l'effet de la concurrence.

³⁶ Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre E, p. 52-80.

➤ Processus d'élaboration des prévisions

L'expert indépendant pourra chercher à comprendre comment le nombre limité de critères ESG considérés comme matériels pour la société cible a été appréhendé dans le BP qui lui a été soumis, en particulier dans le chiffre d'affaires, les coûts d'exploitation (économies et surcoûts) et les investissements nécessaires pour respecter les orientations et obligations de communication.

➤ Analyse de cohérence

Deux niveaux d'analyse de cohérence peuvent être envisagés dès lors que l'information est disponible dans le BP soumis à l'expert indépendant :

- un niveau interne, pour vérifier, le cas échéant, dans quelle mesure les hypothèses retenues permettent d'atteindre les objectifs ESG affichés ;
- un niveau externe, pour comparer les données prises en compte au titre de l'ESG avec les données équivalentes communiquées par les concurrents et les sociétés comparables.

➤ Analyse des investissements et de leur financement

L'expert indépendant pourra analyser le plan d'investissement au regard des critères ESG considérés comme matériels pour la réalisation de la performance économique prise en compte dans le BP qui lui est soumis.

Cela peut le conduire à s'interroger sur les investissements à réaliser pour rendre des processus de production plus respectueux de l'environnement et pour économiser de l'énergie, ainsi que sur les subventions qui peuvent être obtenues pour réaliser ces changements.

L'expert indépendant pourra examiner si la société cible affiche une performance ESG susceptible de permettre un accès à des financements à des taux d'intérêt inférieurs au taux de marché, ou inversement, en cas d'inaction face aux nouvelles obligations ESG, si la société cible ne risque pas de se voir restreindre l'accès aux financements.

➤ Analyse du besoin en fonds de roulement (BFR)

L'expert indépendant pourra déterminer si le nombre limité de critères ESG considérés comme matériels pour la société cible impacte le niveau de son BFR. À titre d'exemple, cela pourrait résulter d'une modification de l'origine des fournisseurs (évolution des stocks en transit, délais de règlement en fonction de l'origine des fournisseurs, modification des canaux de distribution,...).

➤ Analyse de la durée de prévision explicite

L'expert indépendant pourra déterminer si les enjeux ESG spécifiques de la société cible nécessitent d'allonger la durée de prévision du BP qui lui a été soumis pour tenir compte de l'ensemble de leurs implications.

➤ Prise en compte des risques

L'expert indépendant s'attachera à faire preuve de transparence sur la manière dont les risques ESG sont pris en compte entre le BP et le taux d'actualisation.

La prise en compte via le BP semble à privilégier, sauf cas spécifique à préciser, car s'il n'est pas possible de modéliser (et donc de comprendre) les implications de l'ESG sur les hypothèses du BP, il peut s'avérer encore plus difficile de quantifier un ajustement du taux d'actualisation.

En tout état de cause, l'expert indépendant veillera à éviter tout double-comptage, entre le BP et le taux d'actualisation, des risques résultant des implications de l'ESG.

➤ Flux normatif et valeur terminale

L'expert indépendant pourra déterminer si les enjeux ESG spécifiques à la société cible nécessitent pour en tenir compte d'ajuster le flux normatif (investissements particuliers à consentir,...) ou le calcul de la valeur terminale (taux de croissance à long terme plus faible pour un marché structurellement en déclin du fait des enjeux ESG, ou plus élevé dans certains secteurs,...).

➤ Analyse de sensibilité

L'expert indépendant pourra s'interroger sur l'opportunité de mener une analyse de sensibilité à un *value driver* affecté par les enjeux ESG s'il existe des incertitudes concernant l'impact sur ce *value driver* de ces enjeux à terme.

8. Comparables boursiers et transactions comparables

8.1. Réflexions ESG à date

Sans reprendre de manière détaillée l'état des études exposées ci-avant (§ 7.1), il convient de régulièrement prendre connaissance des réflexions menées sur l'impact des critères ESG dans les évaluations analogiques.

Sans prétendre à l'exhaustivité, le groupe de travail de l'APEI a identifié des exemples récents d'articles, de conférences ou d'études traitant de l'impact de l'ESG sur les évaluations analogiques, avec parfois des conclusions insuffisamment étayées pour pouvoir servir de référence.

Leur examen constitue toutefois des pistes de réflexion que l'expert indépendant pourra suivre. Il est également envisageable que ces positions soient reprises par des actionnaires de la société cible, ce qui nécessite pour l'expert indépendant de s'assurer de la pertinence des éléments avancés.

ORGANISME	DATE/NOM DU DOCUMENT	EXTRAITS
IVS	Applicable en janvier 2025	IVS 103 <i>Valuation Approaches</i> (§ A.10.08 notamment : <i>"The valuer should analyse and make adjustments for any significant differences between the comparable transactions and the subject asset. Examples of common differences that could warrant adjustments may include, but are not limited to: ... (l) differences in ESG considerations..."</i> IVS 104 <i>Data and Inputs</i> : Appendix : <i>"The valuer should be aware of relevant legislation and frameworks in relation to the environmental, social and governance factors impacting a valuation"</i> § A10.02 : <i>« ESG factors may impact valuations both from a qualitative and quantitative perspective and may pose risks or opportunities that should be considered..."</i> § A10.06 : <i>"ESG factors and the ESG regulatory environment should be considered in valuations to the extent that they are measurable and would be considered reasonable by the valuer applying professional judgement."</i>
CNOEC	Avril 2024 Guide évaluation de la mission d'évaluation	Le guide introduit la nécessité de réaliser, au-delà du diagnostic stratégique et financier, un diagnostic de Maturité ESG

IPEV	2022 Guide	« Sur le plan quantitatif, observable ou mesurable, ils peuvent affecter notamment les éléments suivants : [...] Comparabilité avec des entreprises similaires : les entreprises cotées comparables ont-elles un profil ESG similaire ? » (Pages 56/80)
Bancel	2023 Do ESG Factors Influence Firm Valuation? Evidence from the Field	"In terms of valuation techniques, during our interviews, we did not identify any new consensual practices aimed, for example, at adjusting multiples or beta coefficients for ESG issues." (Page 28)
CCEF	2023 Slides conférence sur l'intégration de la RSE/ESG dans le financement et/ou l'évaluation des PME	« Pistes de réflexions : ▪ Ajustement du PER - Détermination du score ESG de l'entreprise, selon les mêmes critères que ceux de la base de données utilisée - Construction du panel en collectant les multiples et les scores ESG - Corriger les multiples du panel selon la méthode suivante : $x/\text{score ESG}$ (« multiple to ESG ») - Déterminer la moyenne et la médiane du panel - En fonction du score ESG de la cible, en déduire le multiple applicable ▪ Limites de la méthode - Utilisation du PER – attention à la constitution du panel - Opacité des notations ESG des bases de données - Absence de stabilité des critères utilisés dans ces notations - Disponibilité des données ESG de l'entité évaluée » (page 31) »
CNCC	10 octobre 2023 Slides de présentation de la Journée de l'évaluation Atelier : Points saillants de la mise en œuvre d'une évaluation dans un contexte ESG	« Le choix des comparables ▪ L'approche par les comparables nécessite des analyses relativement fines - Identifier et évaluer la comparabilité des critères ESG pertinents pour les sociétés comparables. - Évaluer les mesures spécifiques à l'industrie (mesures financières et mesures basées sur l'activité). - Évaluer la performance de l'entreprise cible pour ces critères. - Ajuster les multiples (par exemple, l'EBITDA, etc.) par rapport aux sociétés comparables ainsi que les paramètres de l'industrie. - Dans le processus de comparaison et d'ajustement, envisager d'intégrer les scores ESG/mesures climatiques aux multiples : ○ Par exemple, au lieu de comparer séparément les émissions de carbone et le bénéfice par action, comparer directement le bénéfice par action « ajusté en fonction du carbone ». Après intégration des métriques climatiques, le ratio P/E peut être exprimé en $P/« E \text{ ajusté Carbone} »$

-
- *L'application de cette approche nécessite que davantage d'entreprises divulguent de manière proactive des données ESG telles que les émissions de carbone pour une analyse comparative suffisante. »*

« Les 10 + 1 erreurs à ne pas commettre

- *Ne pas mettre en œuvre d'approche multicritère*
 - *[...]*
 - *Négliger la spécificité des facteurs ESG selon les secteurs et faire des comparaisons (approche comparables) d'un secteur à l'autre (technologie, exploitation minière, fabrication, vente au détail)*
 - *Prendre les scores ESG des agences de notation pour argent comptant => données ESG pour l'instant confuses et comparaisons délicates*
 - *Sous évaluer le risque de greenwashing*
 - *Comparer les différentes performances des indicateurs ESG pour ajuster les multiples corrélés à la performance financière*
 - *[...] »*
-

En conclusion, le groupe de travail de l'APEI relève que :

- *il existe un consensus sur la nécessité d'intégrer les critères ESG dans les évaluations analogiques ;*
- *pour autant, les modalités de prise en compte des critères ESG dans les évaluations analogiques ne sont pas clairement précisées.*

8.2. Points d'attention pour l'expert indépendant

Dans les secteurs d'activité pouvant être fortement impactés par les exigences ESG, le groupe de travail de l'APEI suggère que l'expert indépendant examine la comparabilité sur les critères ESG de la société cible avec les sociétés de l'échantillon de comparables au regard :

- de l'information disponible en matière de durabilité (qualitative et quantitative) ;
- du modèle économique des sociétés (critères pertinents, maturité, impacts sur le modèle économique, actions menées,...) ;
- des données financières disponibles ;
- de la taxonomie ;
- des notations ESG,....

8.3. Diligences à mener sur le sujet ESG par l'expert indépendant

Pour autant qu'il l'estime nécessaire, l'expert indépendant cherchera à appréhender les différences significatives entre la société cible et les comparables (sociétés cotées ou transactions) en termes de critères ESG.

La place du jugement professionnel de l'expert indépendant, qui résulte notamment du diagnostic qu'il aura effectué, est centrale.

Pour prendre en compte ces différences, il peut envisager, à titre d'exemples :

- de modifier l'échantillon initial en ajustant l'approche de sélection au regard des critères ESG ;
- d'écarter une ou plusieurs sociétés de l'échantillon de sociétés cotées ou transactions jugées non comparables au regard des critères ESG ;
- d'ajuster le multiple ou l'agrégat de référence ;
- de conserver le multiple de référence observé mais de :
 - corriger l'agrégat de référence de la société cible pour intégrer les charges nécessaires (ou économisées) lui permettant d'être à un stade ESG similaire à celui des sociétés comparables ;
 - valoriser de manière autonome les effets liés au développement résultant de la stratégie ESG ;

- majorer la dette financière nette du montant des investissements à engager pour respecter des critères ESG similaires à ceux des sociétés comparables ;
 - à l'inverse, majorer la valeur de la société cible du montant des investissements (et éventuellement des charges) qui ont été engagés pour placer la société cible à un stade plus avancé de mutation ESG que les sociétés comparables ;
- d'en tirer les conséquences en matière d'appréciation du prix de l'offre.

L'expert indépendant s'assurera de la cohérence d'ensemble de l'approche retenue afin d'éviter en particulier les doubles comptages.

À titre d'exemple, s'il juge que l'échantillon est suffisamment comparable en matière de critères ESG, il ne sera pas nécessaire de modifier le multiple quand bien même la société cible serait particulièrement vertueuse en termes de durabilité.

Lorsque l'impact des critères ESG est significatif, l'expert indépendant décrira l'approche retenue dans son rapport.

8.4. Limites des diligences de l'expert indépendant

Les diligences de l'expert indépendant seront limitées par l'existence et la pertinence d'informations publiques disponibles.

Dès lors, l'expert indépendant peut souligner dans son rapport les limites significatives rencontrées, et rappeler que les réflexions sur la prise en compte des critères ESG en matière d'évaluation financière sont récentes et qu'elles sont amenées à évoluer au cours des prochaines années.

Les diligences de l'expert indépendant et le contenu de son rapport qui intégrerait l'impact de l'ESG sur l'évaluation de la société cible ne pourront être examinés rétroactivement au regard d'informations ou d'études ultérieures.

9. Taux d'actualisation et méthode DCF

Ce chapitre consacré à la prise en compte des critères ESG dans le taux d'actualisation s'articule en deux parties :

- la première est consacrée aux raisons pouvant expliquer l'existence d'un lien entre le taux d'actualisation et la performance ESG³⁷ (§ 9.1) ;
- la deuxième donne des conseils pratiques sur le sujet dans le cadre de la mise en œuvre d'une expertise indépendante (§ 9.2).

9.1. Raisons pouvant expliquer l'existence d'un lien entre le taux d'actualisation et la performance ESG

9.1.1. Le taux d'actualisation peut être affecté par la performance en matière d'ESG du fait du développement d'une préférence « non pécuniaire » pour les critères ESG

Les investisseurs peuvent développer une préférence pour les thèses d'investissement ESG avec l'acceptabilité d'un facteur « non pécuniaire » conduisant à un afflux de fonds qui augmente la valeur des sociétés exposées à cette thématique, ce qui, toute chose égale par ailleurs, induit une réduction de leur coût du capital.

Il n'apparaît pas aujourd'hui clairement par quel biais cette évolution des préférences des investisseurs influence le calcul du taux d'actualisation.

L'impact sur le taux d'actualisation a été mis en évidence par plusieurs études soulignant que les « sin stocks » (sociétés intervenant dans des secteurs comme le tabac, l'alcool, les armes à feu, les casinos,...) ont obtenu des rendements positifs anormaux (par exemple, Dimson, March et Staunton (2015, 2020).

Ce constat est interprété comme le fait que les investisseurs se détournent de ces sociétés, ce qui augmente leur coût du capital.

Si tel est le cas, le raisonnement inverse pourrait être tenu au sujet de l'ESG : si les « goûts non pécuniaires » d'une fraction suffisante d'investisseurs les poussent à investir dans le domaine de l'ESG, le coût du capital des sociétés performantes sur cette thématique pourrait baisser.

Plus récemment, les rendements anormaux observés sur les « sin stocks » ont été expliqués par une exposition à d'autres facteurs, ce qui semble contredire l'existence du canal de « l'impact des goûts des investisseurs sur le coût du capital » (Blitz & Fabozzi, 2017).

³⁷ Cf. *supra* § 7.

Quelle que soit la difficulté empirique à mesurer un lien entre les performances ESG et le coût du capital, l'évolution des fonds placés sur la thématique ESG semble traduire une évolution des thèses d'investissement, qui rend crédible l'existence d'un impact sur le coût du capital.

Deux points méritent alors d'être notés :

- si l'évolution des « goûts » des investisseurs génère une baisse du coût du capital, cela aura un effet positif ponctuel, pendant cette période de transition, sur les rendements réalisés ;
- il ne faudra pas confondre le taux de rendement exigé par les actionnaires (non observable) qui aura baissé avec le taux de rendement réalisé (observable) qui aura ponctuellement augmenté.

9.1.2. La note ESG est un proxy de l'exposition à un facteur de risque qui n'est pas parfaitement appréhendé par le bêta dans l'esprit du modèle APT (Arbitrage Pricing Theory)³⁸

Les résultats des études sur l'existence d'un tel facteur, par nature empiriques, sont mitigés.

D'un côté, des auteurs identifient l'existence d'un tel facteur (Lioui (2018), Giglio Lee and Stroebe (2020)).

D'un autre côté, d'autres auteurs contestent l'existence d'un tel facteur :

- Récemment, Lindsey & alia (2024) concluent « *we find no evidence of an ESG-specific alpha or factor using a comprehensive set of measures, further demonstrating that well-know E or S alphas vanish when using conditional betas* ».
- La démonstration de l'existence d'un facteur de risque lié aux émissions de CO₂ (Bolton & Kacperczyk, 2021) a été contesté au motif que (i) les résultats ne sont pas robustes à de légères variations méthodologiques (Aswani & alia, 2024) et (ii) la prime identifiée résulte, en fait, en majorité, d'une surperformance des sociétés fortement émettrices au moment de la publication de leurs résultats (Edmans & alia, 2024), ce qui tend à exclure que la prime de ce facteur soit liée à la rémunération d'un risque.

³⁸ Ross, S.A., « The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing », 1976, Journal of Economic Theory.

- *In fine*, West & Polychronopoulos (2022) estime qu'il n'existe pas de facteur ESG dans la mesure où celui-ci ne répond pas aux critères habituellement convenus pour en présumer l'existence³⁹, car en particulier :
 - son existence théorique n'est pas clairement établie dans la littérature académique ;
 - sa mise en évidence d'un point de vue empirique n'est pas robuste car elle ne survit pas à de légères variations méthodologiques ou à des analystes « out of sample »⁴⁰ sur d'autres régions géographiques que celle où il a été initialement identifié.

Ce constat est corroboré par leur propre analyse empirique, qui ne fait apparaître aucun rendement positif statistiquement significatif pour un facteur ESG basé sur plusieurs définitions de l'ESG et testé sur plusieurs géographies.

9.1.3. Une meilleure performance ESG permet de disposer d'un coût de la dette plus faible

La possibilité que les financements labellisés ESG soient meilleur marché renvoient aux points discutés ci-dessus appliqués au contexte du marché obligataire et des financements bancaires.

9.1.4. Disposer d'une forte performance ESG permet de se couvrir contre un risque de perte catastrophique ayant une très faible probabilité de se matérialiser

Il s'agit ici de l'argument parfois mis en évidence pour justifier la prise en compte d'une prime de risque pays (dans ce contexte, perte catastrophique liée à une guerre, à une expropriation, à un contrôle des changes,...).

L'idée est que le plan d'affaires retenu ne prend pas en compte les scénarios catastrophiques ayant une très faible probabilité de se réaliser. Ceux-ci peuvent alors être pris en compte au travers d'un ajustement du taux d'actualisation calculé sur la base de données de marchés développés où ces scénarios n'existent pas (ou en tout cas ne sont pas valorisés par le marché).

Dans le contexte des critères ESG, l'argument avancé est qu'une bonne performance ESG permet, en tout ou partie, de prémunir la société cible contre un scénario défavorable qui n'est pas modélisé dans les prévisions du BP : baisse des ventes en cas d'atteinte à la réputation liée à un scandale ESG, remise en cause de la viabilité de l'activité ou de certains actifs en cas d'évolution de la réglementation ESG,...

³⁹ Cette grille d'analyse permet notamment d'estimer que les investisseurs exigent d'être rémunérés pour être exposés aux facteurs *Value* ou *Siz*, et que ces derniers ne sont pas une chimère statistique.

⁴⁰ C'est à dire à une analyse sur un échantillon différent (du point de vue de la période analysée ou de la zone géographique prise en compte dans l'analyse) de celui où la mise en évidence du facteur a eu lieu.

9.1.5. À défaut de pouvoir modéliser précisément les risques spécifiques dans les flux de trésorerie, ceux-ci sont pris en compte dans le taux

Selon une étude menée par Bancel & alia auprès de praticiens de l'évaluation, c'est la voie de l'ajustement du taux d'actualisation qui serait privilégiée pour prendre en compte l'impact des critères ESG⁴¹.

Cette approche ne peut pas être considérée comme pleinement satisfaisante car il apparaît difficile d'estimer que l'on puisse mieux savoir prendre en compte des risques au travers d'un seul paramètre (le taux d'actualisation) que de manière analytique au travers d'un modèle DCF.

D'une manière générale, les résultats des études existantes sur le lien entre le taux de rendement exigé par les investisseurs, le coût moyen pondéré du capital et leurs différentes composantes doivent être prises avec précaution pour les raisons suivantes :

- Les études en matière d'ESG sont récentes et n'incorporent des données que sur des périodes très limitées. Leurs résultats risquent donc de souffrir d'un manque de puissance statistique tant que nous manquerons de recul.
- Les études se basant sur les taux de rendement réalisés souffrent du fait que la variable d'intérêt (le coût du capital) est inobservable et varie en sens contraire avec la seule variable observable (le taux de rendement réalisé) pendant la période d'ajustement des valorisations, par exemple, à l'évolution des préférences des investisseurs en matière d'ESG.
- Les taux de rendement réalisés, qui sont souvent utilisés pour mettre en évidence l'impact de la performance ESG, peuvent être expliqués par de nombreux autres facteurs (exposition à d'autres facteurs largement reconnus par la littérature académique et dans l'univers de la gestion d'actifs).
- Il est difficile de déterminer ce qu'est une bonne performance ESG compte tenu du nombre d'agences de notation et de l'absence de corrélation entre ces notes. Cela conduit à privilégier les résultats des études qui mènent des analyses de robustesse de leurs résultats⁴² plutôt que celles qui mettent en avant une seule méthode pour qualifier une entreprise de performante d'un point de vue ESG.

⁴¹ Bancel, F., Glavas, D., Karolyi, GA., « Do ESG Factors Influence Firm Valuation. Evidence from the Field », 2023, unpublished working paper: *"In conclusion, based on the survey data's descriptive statistics, the subsequent analysis, and insights gleaned from the interviews, it becomes evident that practitioners predominantly adjust discount rates, rather than cash flows, when incorporating ESG factors into their valuation processes"*.

⁴² C'est-à-dire qui étudient si leurs résultats restent statistiquement significatifs, par exemple en cas de variations méthodologiques (quelle est la variabilité des résultats selon la durée de l'analyse, le fournisseur de note ESG retenu, ... ?).

9.2. Conseils pratiques dans le cadre de la mise en œuvre d'une expertise indépendante

9.2.1. Les facteurs ESG et le taux d'actualisation

Les facteurs ESG sont de plus en plus regardés par les marchés financiers, et ils peuvent être intégrés dans les notations de crédit ou les primes de risque sectorielles.

Si ces risques ou opportunités affectent le coût des capitaux (dette ou fonds propres), cela signifie qu'ils sont déjà appréhendés dans l'estimation du coût du capital via des données de marché.

Un ajustement du taux d'actualisation devrait donc se limiter à une correction par rapport aux données de marché retenues.

À ce jour, dans les expertises indépendantes, un tel ajustement est extrêmement rare si ce n'est inexistant.

Ceux qui ajustent le taux d'actualisation pour les facteurs ESG utilisent principalement des primes ou décotes de risque pour refléter l'impact des performances ESG sur le risque financier.

Les ajustements restent usuellement modestes (souvent l'ajustement est inférieur à 1 % sur le WACC) et dépendent, sur la base d'une analyse généralement assez subjective, de l'exposition sectorielle et de la qualité des politiques ESG telle que perçue par l'évaluateur.

Un tel impact est généralement couvert par les analyses de sensibilité de la valeur au taux d'actualisation usuellement pratiquées par l'expert indépendant.

9.2.2. L'ajustement du taux d'actualisation pour tenir compte des facteurs ESG n'est pas à privilégier

En cas de différences significatives entre la société cible et son secteur sur les facteurs ESG, qui ne se retrouveraient pas dans les données de marché utilisées pour estimer le taux d'actualisation, il est recommandé de privilégier leur intégration directe dans les flux de trésorerie, ou pour les dépenses déjà réalisées en ajustant la dette financière nette, tout en restant prudent sur les risques de double comptabilisation.

En effet, les impacts ESG (positifs ou négatifs) devraient le plus souvent se manifester dans les prévisions de flux de trésorerie.

Ainsi, plutôt que d'ajuster le taux d'actualisation, il est préférable de refléter les effets ESG directement dans les prévisions de revenus, de coûts, d'investissements ou dans les hypothèses de croissance.

9.3. Conclusion

Il est primordial d'éviter la double prise en compte des facteurs ESG au niveau du plan d'affaires et du taux d'actualisation.

Plutôt que d'ajuster le taux d'actualisation, il est préférable :

- d'intégrer les impacts ESG dans les flux de trésorerie (par exemple, coûts réglementaires, avantages concurrentiels, investissements supplémentaires) ;
- d'effectuer une analyse qualitative des risques et opportunités ESG pour compléter l'évaluation financière ;
- de mener, si cela est jugé nécessaire, des analyses de sensibilité destinées à évaluer l'impact de scénarios ESG spécifiques sur l'évaluation.

Cette approche permet de rester cohérent avec les principes de l'évaluation et d'éviter des ajustements arbitraires qui nuiraient à la transparence de l'évaluation.

10. Endettement financier net

10.1. Impact de l'ESG sur la dette financière

Il est à prévoir que les entreprises continuent à publier des informations qualitatives mais aussi quantitatives toujours plus importantes sur leur approche ESG.

Certaines communiquent également leur analyse sur les effets financiers liés aux changements climatiques et aux engagements pris en matière de réduction des émissions de CO₂ et sur les stratégies mises en œuvre.

La stratégie et les actions en matière d'ESG sont susceptibles d'impacter non seulement les modalités de financement de la société cible mais également, positivement ou négativement, son endettement financier net.

- Financement
 - Obligations vertes (*Green bonds*) ;
 - Impact de la stratégie ESG de l'entreprise sur le coût de sa dette (positif ou négatif) ;
 - Financements indexés sur des critères ESG et de durabilité (*Sustainability-linked Loans*) ;
 - Accès aux Fonds Verts et aux Fonds de transition écologiques.
- Engagements ESG
 - Provisions relatives à la réalisation d'objectifs ESG ;
 - Provisions liées à des engagements sur des quotas de CO₂, ou d'autres émissions de GES (marché du carbone : « droits à polluer ») ;
 - Autres provisions en lien avec les engagements pris dans le cadre de la stratégie ESG de l'entreprise (engagements envers les communautés locales,...).

Les critères ESG influent sur le financement et les éléments à considérer dans la détermination de l'endettement financier net. Mais ces évolutions dans les « produits » de financement et dans les éventuelles provisions à considérer dans l'endettement ne modifient pas pour autant fondamentalement la démarche de l'expert indépendant dans sa compréhension et son analyse de l'endettement.

10.2. Conséquences sur les travaux de l'expert indépendant

Lorsqu'il l'estime nécessaire, l'expert indépendant peut aussi appréhender dans son analyse et sa démarche les conséquences positives ou négatives des enjeux ESG de la société cible sur l'endettement financier net.

Comme le groupe de travail de l'APEI l'a précisé ci-avant (§ 8 et § 9), l'expert indépendant peut demander à la société cible de corriger l'endettement financier net pour intégrer l'impact de la stratégie ESG qui n'aurait pas été pris en compte directement en amont, notamment dans le plan d'affaires.

Le groupe de travail de l'APEI souligne l'importance de s'assurer de l'absence de double comptage.

11. Synergies⁴³

La présente note vise à examiner l'impact des critères ESG dans l'appréciation des synergies par l'expert indépendant.

11.1. Réflexions ESG à date

La prise en compte des critères ESG dans la stratégie d'une entreprise peut générer des dépenses (coûts, investissements), des économies ou des modifications d'activité à l'origine de rapprochements industriels et/ou de modifications de l'actionnariat afin de disposer des soutiens nécessaires.

Dans ce contexte, l'expert indépendant peut porter son attention :

- à la compréhension de l'origine de l'offre publique ;
- aux synergies attendues sur les stratégies ESG.

11.2. Impact de l'ESG sur les aspects économiques de la prise en compte des synergies dans les offres publiques

11.2.1. Nature des synergies ESG

Rappel : Les synergies (dissynergies) correspondent à l'ensemble des effets opérationnels et financiers positifs (négatifs) résultant du rapprochement de deux sociétés dont il est attendu qu'elles contribuent à créer (détruire) de la valeur, par rapport à la valeur « standalone » de chacune des sociétés objet du rapprochement.

Les impacts de l'ESG sur les différentes natures de synergies peuvent être les suivants :

- Synergies opérationnelles :
 - les **synergies de coûts** couvrent les économies d'échelle sur les coûts de transition ESG tels qu'ils sont retranscrits dans le plan d'affaires de la société cible et/ou de l'initiateur ;

⁴³ En complément de la publication de l'APEI « Synergies », Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre H, p. 143-152.

- les **synergies de revenus** pourraient couvrir la possibilité pour la société cible ou l'initiateur de bénéficier des effets de R&D ou de connaissance technique permettant d'accroître la part ESG de l'activité pour le nouvel ensemble résultant du rapprochement.
- Les synergies financières intègrent la possibilité pour la société cible de disposer d'une capacité de financement de sa transition ESG.

En cas de rapprochement industriel notamment, l'expert indépendant pourra interroger la société cible et l'initiateur sur leur degré d'avancement dans la transition ESG afin d'apprécier la répartition des éventuelles synergies attendues entre la société cible et l'initiateur.

Un indicateur de l'existence de synergies liées à la transition ESG est la présence dans le plan d'affaires de la société cible de coûts ou de modifications d'activité pour répondre à une stratégie ESG clairement définie par la gouvernance de la société cible.

11.2.2. Synergies et primes

L'existence de synergies résultant des stratégies ESG ne modifie pas les questions soulevées sur le caractère équitable du prix auquel les offres publiques d'achat et d'échange sont réalisées.

En fonction de la stratégie ESG de l'acquéreur et de son stade de mise en œuvre, la valeur des synergies est susceptible de se trouver modifiée.

Notons ci-dessous quelques exemples extrêmes :

- Un acquéreur pourrait renoncer à une stratégie ESG pour économiser les coûts prévus dans le plan d'affaires de la société cible ou même renoncer à l'arrêt d'une activité. Une telle décision pourrait émaner à la fois d'un investisseur industriel et d'un investisseur financier.
- À l'inverse, un acquéreur pourrait décider d'une stratégie ESG non prévue dans le plan d'affaires de la société cible.
- Une société cible ayant déjà réalisé sa transition ESG pourrait faire bénéficier l'initiateur de cette expérience, situation constituant un des fondements de l'acquisition.
- À l'inverse, un acquéreur ayant déjà réalisé sa transition ESG pourrait en faire bénéficier la société cible et économiser les coûts prévus dans son plan d'affaires.

L'analyse du processus de fixation du prix d'offre apparaît comme un complément utile à l'exercice de chiffrage des synergies qui rencontre souvent de nombreuses limites.

11.3. Documentation à la disposition de l'expert indépendant concernant les synergies

La prise en compte par l'expert indépendant des synergies susceptibles de résulter d'un rapprochement soulève la question de la documentation dont il dispose concrètement pour effectuer ses travaux, notamment sur les sujets ESG.

L'expert indépendant demeure tributaire des informations communiquées par l'initiateur, qui se trouve dans l'obligation de les lui fournir uniquement lorsque le montant des synergies a été rendu public.

En complément des données fournies par l'initiateur, l'expert indépendant peut envisager d'avoir recours à :

- une source d'informations de marché ;
- la communication faite par la société cible et l'initiateur sur les sujets ESG ;
- une comparaison des notations ESG entre l'initiateur et la société cible ;
- une revue de l'impact ESG sur le plan d'affaires de la société cible ;
- un entretien avec l'initiateur traitant des sujets ESG afin de comprendre sa sensibilité à cette problématique.

11.4. Rôle et diligences de l'expert indépendant dans la prise en compte des synergies

L'expert indépendant prend en compte les synergies attendues sur la transition ESG selon les modalités prévues dans la publication de l'APEI relative aux synergies⁴⁴.

Dans la mesure où la société cible et l'initiateur n'ont pas engagé de réflexion ESG ou identifié un impact de l'ESG dans les synergies attendues du rapprochement, il n'incombe pas à l'expert indépendant d'initier une telle analyse.

L'expert indépendant peut rendre compte de ses observations sur les synergies dans son rapport.

⁴⁴ Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre H, p. 143-152.

12. Prix équitable⁴⁵

Les dispositions de la publication de l'APEI sur le prix équitable de l'APEI demeurent inchangées.

Le groupe de travail de l'APEI se limite, ci-après, à apporter quelques précisions sur la prise en compte de l'ESG dans l'appréciation de l'équité du prix proposé pour une offre publique.

12.1. Impact de l'ESG dans la valeur fondamentale

Les problématiques ESG sont à un stade préliminaire et leurs impacts sur la valeur fondamentale d'une société ne sont encore qu'occasionnellement identifiés ou isolés.

Le groupe de travail de l'APEI considère que la situation est toutefois appelée à évoluer dans les années à venir.

Compte tenu de l'importance des sujets ESG dans la communication financière des émetteurs, le groupe de travail de l'APEI formule les recommandations suivantes.

- Lorsque cela est significatif, l'impact de la stratégie ESG pourrait être mentionné parmi les hypothèses qui impactent le plan d'affaires et qui sont décrites dans le rapport de l'expert indépendant.
- Les modalités de prise en considération de la transition ESG dans la valeur fondamentale de la société dont les titres sont visés par une offre publique par application de l'approche multicritère⁴⁶ peuvent être précisées dans le rapport de l'expert indépendant lorsque ce dernier le juge opportun.
- Dans la mesure où la transition ESG expliquerait des différences de valeurs issues des méthodes d'évaluation appliquées, l'expert indépendant le soulignera dans son rapport en rapprochant les résultats.

L'analyse de la valeur fondamentale est complétée par l'étude qualitative des éléments contextuels qui sont susceptibles de rationaliser une différence entre la valeur fondamentale et un prix jugé équitable.

⁴⁵ En complément de la publication de l'APEI « Prix équitable », Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre I, p. 153-184.

⁴⁶ Énoncée au chapitre 3 de la recommandation AMF DOC-[2006-15](#).

Cette étude qualitative pourrait intégrer l'appréciation de la prime résultant de la comparaison entre le prix de l'offre et la valeur fondamentale de la société visée par l'offre au regard de l'existence de synergies ESG parmi d'autres synergies attendues de l'offre publique (§ 11).

12.2. Impact de l'ESG sur le prix de l'offre

Dans la pratique, le groupe de travail de l'APEI constate que certains investisseurs sont prêts à accorder une prime lorsqu'ils fixent un prix d'acquisition sur une société disposant d'une notation ESG élevée.

Si cette tendance se confirme, l'expert indépendant pourrait l'intégrer dans son appréciation de la prime résultant de la comparaison entre le prix de l'offre et la valeur fondamentale précitée.

12.3. Caractère équitable des conditions de l'offre

L'appréciation du prix de l'offre au regard de la notion d'équité pourrait intégrer en sus des éléments développés dans la publication de l'APEI sur le prix équitable :

- la situation de la société visée par l'offre au regard des critères d'appréciation ESG ;
- les transactions portant sur le capital de sociétés présentant une notation ESG comparable à la société visée par l'offre, pour autant que cette information soit disponible et statistiquement étayée. Le groupe de travail de l'APEI souligne qu'à ce jour, ces données ne sont pas encore disponibles ;
- la prise en compte des éventuelles synergies attendues dans la mise en œuvre de la stratégie ESG de la société visée par l'offre ou de l'initiateur.

13. Hiérarchisation des critères dans l'approche d'évaluation de l'expert indépendant⁴⁷

Les données ESG, lorsqu'elles sont disponibles et que les impacts décrits sont significatifs, en particulier dans les secteurs les plus exposés à la transition climatique, font partie des informations utilisées par l'expert indépendant pour apprécier la pertinence des critères d'évaluation.

13.1. Réflexions ESG à date

La prise en compte des enjeux ESG peut influencer sur la hiérarchisation des critères ou des références de valorisation.

Ces enjeux ne modifient pas l'approche méthodologique générale telle qu'elle a été posée dans la publication de l'APEI sur la hiérarchisation des critères dans l'approche d'évaluation de l'expert indépendant⁴⁸, mais justifient des précisions.

13.2. Points d'attention pour l'expert indépendant

Les enjeux ESG peuvent participer de l'argumentation de l'expert indépendant pour hiérarchiser un critère ou une référence d'évaluation.

À cet égard, l'expert indépendant sera attentif aux éléments suivants.

13.2.1. Disponibilité de l'information

Les informations sur les impacts financiers ESG ne sont pas disponibles de façon uniforme.

La qualité et la comparabilité des informations disponibles sont en progression, sans qu'il soit assuré, à ce jour, que la société évaluée et *a fortiori* les sociétés comparables soient au meilleur niveau d'avancement de transparence.

L'expert indépendant est confronté au niveau des informations synthétiques disponibles. Il s'appuie sur ces informations lorsqu'elles mettent en évidence des enjeux matériels.

⁴⁷ En complément de la publication de l'APEI « La hiérarchisation des critères dans le cadre de l'approche d'évaluation de l'expert indépendant », Recueil des publications de l'APEI relatives à l'expertise indépendante, [mai 2023](#), chapitre J, p. 185-209.

⁴⁸ *Ibid.*

L'appréciation de la pertinence des informations sur les impacts ESG est réalisée en fonction des approches envisagées :

- données prévisionnelles du business plan (§ 7) ;
- échantillon de sociétés comparables (§ 8) ;

13.2.2. Positionnement de l'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

L'évaluation intrinsèque, qui est rarement écartée, pourrait être considérée à titre secondaire, pour les secteurs les plus exposés à la transition climatique, dans l'hypothèse théorique où les données prévisionnelles et les scénarios stratégiques présenteraient des incohérences manifestes dans la prise en compte d'évolutions climatiques reconnues par les études sectorielles.

D'autres points de vigilance sont détaillés dans les chapitres consacrés au business plan (§ 7) et au taux d'actualisation dans le cadre de la méthode DCF (§ 9).

13.2.3. Positionnement de l'évaluation analogique par les transactions récentes et/ou préalables à l'offre

L'évolution régulière des réglementations ESG, en particulier en lien avec la transition climatique, est de nature à modifier les conditions futures d'exploitation.

Dès lors, les valeurs observées dans des transactions récentes pourraient se trouver décalées au regard d'évolutions nouvelles ou hautement probables.

D'autres points de vigilance sont détaillés dans le chapitre consacré aux transactions comparables (§ 8).

13.2.4. Positionnement de l'évaluation analogique par les comparables boursiers

Parmi les facteurs cumulatifs pour constituer un échantillon de sociétés cotées comparables, l'expert indépendant peut prendre en compte des paramètres ESG ou les informations qu'il jugera pertinentes.

Cette appréciation tiendra compte de la matérialité des impacts communément présentés.

À ce jour, seuls les secteurs les plus exposés à la transition climatique font état d'impacts significatifs.

D'autres points de vigilance sont détaillés dans le chapitre consacré aux comparables boursiers (§ 8).

13.3. Diligences à mener sur le sujet ESG par l'expert indépendant

L'expert indépendant intégrera la compréhension du degré d'exposition aux enjeux ESG de la société cible et de son secteur, au cours de la phase de prise de connaissance, notamment dans son analyse SWOT.

L'expert indépendant s'appuiera sur les informations synthétiques disponibles, lorsqu'elles mettent en évidence des enjeux matériels.

Il mettra en œuvre les diligences décrites dans les différents chapitres du présent document, et appréciera la pertinence de fournir des analyses de sensibilité pour éclairer les actionnaires.

APE*i* | Association Professionnelle
des Experts Indépendants