

LES SPÉCIFICITÉS DE LA VALORISATION DE L'ENTREPRISE VERTE

*Maurice Nussenbaum,
Expert financier, fondateur de Sorgem Evaluations,
Professeur émérite à l'Université Paris Dauphine*

Nous allons traiter de la création de valeur de l'entreprise verte et des possibilités de la mesurer.

Notre interrogation principale est de savoir si satisfaire aux critères ESG constitue un investissement pris en considération et rémunéré par le marché. En plus d'être obligatoire, est-il rentable d'être vertueux ?

La profession de la gestion d'actifs met en avant cette convergence entre satisfaire aux critères ESG et obtenir une meilleure rentabilité. La question en réalité est plus complexe et la réponse n'est pas nécessairement positive.

La communication RSE est un enjeu majeur aujourd'hui. D'après une étude récente, dans le classement Fortune les 500 plus grandes entreprises versent 20 milliards d'euros dans le RSE. Il y'a plusieurs raisons à ce phénomène : la pression des pouvoirs publics, la pression des investisseurs à travers les fonds d'investissement qui adoptent de plus en plus une approche ESG. Il était en 2020 possible de recenser 700 fonds ISR (investissement socialement responsable), qui regroupent 360 milliards de fonds gérés, soit 10 % de l'ensemble des fonds gérés. Ce chiffre a été multiplié par 40 sur ces quinze dernières années. Une autre étude indique que 70 % des investisseurs disent avoir pris en compte l'approche RSE dans leur processus d'investissement. Il y a, en outre, un risque réputationnel pour les entreprises vis-à-vis des autres parties prenantes (clients, fournisseurs, banquiers *et cætera*).

Dans ce contexte, il convient de s'intéresser à la capacité des entreprises vertes à créer de la valeur. Pour ce faire, il est nécessaire de définir un lien entre les performances environnementales et financières. Comment prendre en compte les critères RSE dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation des entreprises ? Une entreprise verte se définit comme une entreprise qui contribue à la protection de l'environnement et qui s'inscrit dans une démarche RSE. Dès lors, comment apprécier la démarche RSE à travers l'information extra-financière ? La démarche RSE consiste à communiquer sur les actions mises en œuvre dans le domaine sociétal et environnemental.

Dans un premier temps, il faut communiquer mais dans un second temps il faut vérifier l'accomplissement des objectifs RSE par les entreprises afin de permettre à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise de travailler avec cette dernière. Cela suppose de communiquer sur les actions mises en œuvre et ensuite de disposer d'une nomenclature et des critères d'évaluation de performance en matière RSE à l'aide des conclusions des agences de notation extra-financière. Ces

agences s'appuient sur de l'information, des données publiées par les sociétés, cependant, les informations financières ne sont pas à ce jour tenues d'être certifiables ou fiables. En effet, la fiabilité de ces données peut par conséquent poser parfois question, il n'y a pas à ce jour de normes internationales qui obligent les entreprises à dévoiler un certain nombre de données spécifiques.

Ainsi, face à cela, il existe plusieurs projets de normalisation sans qu'il y ait de volonté de convergence au niveau international sur un référentiel international :

D'une part, les IFRS élaborées par l'IASB qui établit des normes comptables depuis 2001. Elle produit ses propres normes en liaison avec le régulateur américain.

D'autre part, au niveau européen, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) avec les *sustainability reporting standards* a annoncé la sortie de normes pour 2022, lesquelles devraient entrer en application pour 2023.

Les deux ont une finalité un peu différente car l'IFRS veut se limiter à informer les investisseurs des risques pour l'entreprise. Alors que, l'EFRAG au surplus voudrait informer les investisseurs des risques environnementaux.

I. LA CORRÉLATION ENTRE PERFORMANCES RSE ET PERFORMANCES FINANCIÈRES

Ceci étant dit, existe-t-il une corrélation entre les performances RSE et les performances financières ?

Selon une approche économique purement libérale, les performances RSE et financières s'opposent.

Si on impose des coûts aux entreprises, ces dernières vont être potentiellement désavantagées face aux concurrentes. Par conséquent, dans cette approche libérale, ajouter des coûts va entraîner une réduction des profits pour l'actionnaire. Or, selon les théories de Milton Friedman, l'unique responsabilité de l'entreprise est de maximiser les profits pour l'actionnaire.

Aujourd'hui de nombreuses études se sont attachées à renverser cette analyse traditionnelle, ce sont principalement des études non académiques.

Le *Boston Consulting Group* sur un échantillon de 343 entreprises montrait une convergence entre le niveau de marge et le niveau de score ESG. Une étude France Stratégie basée sur 8500 entreprises montrait que les entreprises qui se préoccupent des performances ESG ont en moyenne une performance économique de 13 % supérieure par rapport aux autres. D'autres études montrent que les entreprises performantes ESG sont mieux évaluées par le marché, entre 2010 et 2021, l'indice Ecofi ISR a progressé de 90 % contre seulement 74 % pour l'indice des 50 plus grosses valeurs de la zone euro avec de surcroît une volatilité inférieure. Au regard de ce qui s'est passé durant la crise COVID, une étude de NOVETHIC¹ montre que les fonds actions ISR au premier semestre 2020 ont connu une baisse de 6,5 % contre une baisse de 17 % pour l'ensemble du CAC

1. Lorène Moretti, Fabrice Ishimwe, *Un premier semestre 2020 moins mouvementé pour les placements durables*, Novethic, septembre 2020, page 1.

40. Les indices ESG sont ainsi davantage résilients en période de crise mais résilients ne veut pas dire mieux valorisés.

Dès lors, si on observe bien une corrélation entre performance financière et respect des critères ESG, s'agit-il d'une causalité et si oui dans quel sens ?

Autrement dit, les entreprises performantes en matière financière et environnementale ont-elles eu la possibilité de mettre en œuvre des politiques RSE car elles en avaient les moyens ? Ou est-ce réellement le respect des critères ESG qui augmente les performances ?

II. LES LEVIERS POSSIBLES DE CRÉATION DE VALEUR DE L'APPROCHE RSE

Concrètement, pour répondre à ces questions il convient de se demander comment la mise en œuvre d'une approche RSE peut influencer sur la création de valeur ?

– Il y a des avantages qualitatifs à respecter les critères RSE notamment vis-à-vis des consommateurs leur respect permet d'entretenir une meilleure image de marque : 90 % des consommateurs attendent des marques qu'elles s'engagent et les aident à mieux consommer. Autrement-dit, qu'elles soient vertueuses. De ce fait, les entreprises pourraient augmenter leur niveau de vente, la loyauté de leurs clients, et pourraient peut-être même vendre plus cher car selon le ministère de l'Environnement 44 % des français seraient prêts à payer plus cher pour un produit vert.

– Elles peuvent aussi améliorer leur marque employeur, c'est-à-dire la capacité à fidéliser leurs employés et salariés : selon Univox 58 % des salariés estiment que le respect des critères RSE est important avant de s'engager dans une entreprise.

– De plus, il existe également des avantages quantitatifs, tout d'abord la possibilité de bénéficier d'aides d'État (des subventions, des crédits d'impôts) et d'obtenir des économies de charges.

– Quel impact sur les leviers de création de valeur ? Il y a quatre leviers de création de valeur : La rentabilité, c'est-à-dire est-ce qu'il y a un impact sur les taux de marge ? (i) La croissance, c'est-à-dire est-ce qu'il y a un impact sur la croissance du chiffre d'affaires ? (ii) L'efficacité des investissements, à la fois la R&D et les acquisitions. (iii) Le risque, pour lequel il faut opérer une distinction entre risque opérationnel et de défaillance de l'entreprise. Est-ce que la satisfaction des critères ESG diminuerait les risques ? (iv)

Une étude sur l'impact de ces quatre leviers² montre que, même si les entreprises doivent investir plus dans un cadre vertueux, leurs investissements peuvent générer un meilleur rendement à long terme. En suivant les critères RSE, elles peuvent aussi contribuer à baisser le coût du capital, beaucoup d'investisseurs voulant devenir actionnaires contribuent à augmenter l'attrait de type de titres en

2. Bradford Cornell, Aswath Damodaran – *Valuing ESG : Doing Good or Sounding Good ?* – SSRN Electronic Journal, 10 février 2020, pages 4 et 5.

entraînant une baisse du rendement attendu. Ensuite, elles peuvent aussi contribuer à diminuer les coûts d'endettement du fait de l'attitude des banques et des États qui octroient des subventions à ces entreprises.

Est-ce que cet impact sur ces différents leviers peut jouer sur l'ensemble des entreprises ? En réalité, *a priori*, il semble que non, ces leviers profitant davantage aux entreprises de niche qui ne visent pas des *mass market*, car il est difficile pour une entreprise de croître en respectant tous les critères ESG.

Toutefois, les entreprises qui ne respectent pas les critères ESG peuvent être « sanctionnées » par le marché, en étant boycottées par les clients et en ayant des difficultés pour lever des capitaux ce qui leur fait supporter des coûts de dette plus élevés.

Mais pour autant est-ce que le fait de ne pas respecter les critères ESG les conduit à s'appauvrir ?

Vraisemblablement non car il y a de nombreux contre-exemples montrant que beaucoup d'entreprises qui ne sont pas ESG compatibles surperforment car elles peuvent notamment réduire leurs coûts.

En conséquence, il est difficile de se prononcer sur l'impact des critères ESG sur les performances des entreprises. Par ailleurs, il faut rappeler et souligner l'absence d'unification des normes.

III. COMMENT DÉFINIR L'IMPACT DES NORMES SUR LA CRÉATION DE VALEUR ?

De ce fait la question de la relation entre respect des normes et performances en soulèvent trois autres :

- Est-ce que l'entreprise ESG crée plus de valeur ?
- Est-ce qu'elle est mieux valorisée par le marché ?
- Et est-ce qu'elle génère de meilleurs rendements ?

On voit que ces questions ne sont pas identiques.

Les analyses à ce jour menées ont surtout porté sur la dernière question et ont conclu que les entreprises ESG exigent des primes de risque moins élevées que celles considérées comme pécheresses. Cela corrobore les observations énoncées ci-dessus qui soulignaient une plus forte résilience des entreprises vertes. Une prime de risque plus faible entraîne des rendements attendus plus faibles, ce qui est contraire à ce qu'affirmait un géant de la gestion d'actif. Larry Fink, président de BlackRock : « Les actions ESG offre des rendements ajustés par le risque plus élevé. » En réalité, ce sont des prix plus élevés du fait de rendements attendus plus faibles. L'impact ESG peut-être soit une augmentation de la rentabilité des *cash flow* soit une baisse des rendements exigés. Il existe peu de consensus sur l'idée d'une meilleure profitabilité des sociétés ESG mais cependant on observe que les entreprises ESG bénéficient de primes de risque plus faibles.

Cet impact sur la valeur d'une entreprise reste difficile à évaluer. Les actions ESG se comportent davantage comme des portefeuilles *value* que *growth*. Par ailleurs, quand on essaye de mesurer l'impact des actions favorables à l'ESG on utilise des études d'évènements pour savoir si l'évènement ESG créé de la valeur. À travers les rendements anormaux il est observable que les actions ESG positives ne créent pas des

rendements anormaux positifs alors que les actions négatives entraînent des rendements anormaux négatifs. Donc le fait de ne pas se conformer entraîne des rendements anormaux négatifs alors que le fait de se conformer n'entraîne pas de rendements anormaux positifs. Par conséquent, ne pas se conformer aura un impact baissier sur la valeur d'une entreprise. Alors que se conformer n'aura pas nécessairement d'impact haussier. Cela se traduit par des taux d'actualisation plus élevés pour les entreprises qui ne se conforment pas et des taux d'actualisation plus faibles pour les entreprises qui se conforment (primes de risque plus faibles).

Est-ce qu'il faudrait évaluer les entreprises ESG avec des outils différents pour mieux saisir leur impact ?

La réponse est non, il faut utiliser les mêmes outils pour les entreprises ESG que pour toutes les entreprises, à savoir un outil intrinsèque pour déterminer la valeur d'une société à travers les flux de trésorerie (les flux de trésorerie prévisionnels, le taux d'actualisation et la valeur terminale). Les flux de trésorerie et le taux d'actualisation ayant déjà été mentionnés, qu'en est-il de la valeur terminale ? Les entreprises qui ne respectent pas les critères ESG auront une valeur terminale sanctionnée.

L'approche extrinsèque est l'approche par les comparables. Concernant les comparables boursiers, il convient de valoriser l'entreprise en utilisant un multiple déterminé à partir de multiples observés sur l'échantillon de sociétés comparables. Il est nécessaire de prendre des comparables aussi vertueux que celui qu'on examine. Il en est de même pour les transactions comparables. Ainsi, il faut introduire cette approche ESG parmi les critères de sélection.

Concernant la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de réaliser rapidement les titres détenus, sans qu'il y ait de consensus sur la question, un investisseur en action dans une entreprise peu performante dans le respect des critères ESG pourrait mettre plus longtemps à vendre ses titres, de sorte que ces derniers seraient affectés d'une plus grande décote d'illiquidité.

IV. CONCLUSION

En conclusion, aujourd'hui, la réglementation ESG est un facteur différenciant en matière d'avantage compétitif, ce qui peut expliquer des différences de valorisation entre les différentes zones géographiques et il manque encore un consensus au niveau international.

Sur l'horizon moyen-terme, la communication RSE et la rentabilité peuvent être corrélées positivement, les études montrent qu'une démarche RSE peut être un facteur de création de valeur mais il n'y a pas de consensus sur cette question.

C'est davantage l'effet négatif sur la valeur des entreprises qui ne respectent pas les critères RSE qui peut s'observer. Dans un objectif sociétal il s'agit de sanctionner la déviance de manière à orienter les comportements vers des attitudes socialement responsables.

Si les contraintes sont clairement établies les managers vont se comporter rationnellement pour satisfaire leurs actionnaires en évitant les sanctions et en maximisant la valeur sous contrainte des critères ESG. Il s'agit donc plus d'une création de valeur sous contrainte de comportement vertueux.