

Louvain School of Management

Dans quelle mesure les notations ESG sont-elles perçues comme un indicateur fiable de la solidité financière des entreprises cotées par les acteurs des marchés financiers européens ?

Auteure : Alix Waucquez
Promoteur : Bernard Miche
Année académique 2025-2026
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de :
Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en finance internationale

Déclaration d'utilisation de l'intelligence artificielle

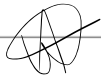
STATEMENTS ON YOUR USE OF GENERATIVE AI

Confirm the following statements:

Statements on responsible use of generative AI	Confirmation: Yes
The content of my/our master's thesis is my/our original input, even if I/we used generative AI to help prepare it.	☒
I/we master the theories, tools and methods that I/we use for the thesis.	☒
I/we verified that the output presented in the thesis is accurate and valid, and that it contains no hallucination, no false reference, etc.	☒
I/we acknowledge that I/we master the final output and that I am/we are able to explain it and answer questions about it.	☒

SIGNATURE

Sign your declaration:

Author last name, first name(s)	Date	Signature
1 Waucquez Alix	21/05/2026	

Préface

Ce mémoire est né d'une rencontre entre deux mondes que j'ai eu la chance d'explorer simultanément : celui de la finance, que j'ai découvert tout au long de mon Master à la Louvain School of Management, et celui de la durabilité, que j'ai appréhendé concrètement lors de mon stage au sein de l'équipe sustainability de Proximus. C'est cette double expérience qui m'a conduite à m'interroger sur les notations ESG — ces outils qui prétendent faire le pont entre les deux — et sur la confiance que les professionnels des marchés financiers leur accordent réellement.

Rédiger ce mémoire n'a pas toujours été simple. Le sujet est vaste, la littérature abondante, et les interlocuteurs du monde financier pas toujours faciles à convaincre de consacrer du temps à une étudiante en Master. C'est pourquoi je tiens à exprimer ma sincère gratitude envers ceux qui ont rendu ce travail possible.

Je remercie en premier lieu mon promoteur, Bernard Miche, pour ses conseils avisés, sa disponibilité et la pertinence de ses suggestions tout au long de ce travail. Ses orientations ont considérablement enrichi mon approche du sujet.

Je remercie également la Louvain School of Management pour la qualité de la formation reçue, qui m'a donné les outils nécessaires pour aborder avec rigueur un sujet à la croisée de la finance et de la durabilité.

Enfin, ma gratitude va aussi aux professionnels qui ont accepté de me consacrer de leur temps pour les entretiens réalisés dans le cadre de ce mémoire. Qu'il s'agisse de la représentante de l'autorité belge des marchés financiers, de la chargée de recherche ISR au sein d'une ONG spécialisée, ou du responsable commercial d'un grand gestionnaire d'actifs européen. Leurs témoignages constituent le cœur empirique de ce travail, et leur générosité m'a profondément touchée.

Alix Waucquez, Bruxelles, mai 2026

Table des matières

DÉCLARATION D'UTILISATION DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE	
PRÉFACE	
INTRODUCTION	1.
1. REVUE DE LA LITTÉRATURE	4.
1.1. LES NOTATIONS ESG : DÉFINITION, ACTEURS ET FONCTIONNEMENT.....	4.
<i>Qu'est-ce qu'une notation ESG ?</i>	4.
<i>Les principales agences et leurs méthodologies</i>	4.
<i>La divergence entre agences : un problème documenté et structurel</i>	5.
<i>Fiabilité et transparence : une crédibilité en question</i>	6.
1.2. ESG ET SOLIDITÉ FINANCIÈRE : CE QUE DIT LA LITTÉRATURE	7.
<i>Un lien théorique convaincant, mais complexe à établir</i>	7.
<i>Annonces ESG négatives et réaction des marchés : quand le cours plonge</i>	7.
<i>ESG et risque systémique : une dimension souvent négligée</i>	8.
<i>Des résultats prometteurs, mais des limites importantes</i>	9.
1.3. LA PERCEPTION DES ACTEURS FINANCIERS FACE AUX NOTATIONS ESG.....	10.
<i>Des outils intégrés, mais avec prudence</i>	10.
<i>Les investisseurs institutionnels : entre conviction et pragmatisme</i>	10.
<i>Le scepticisme croissant et le phénomène de rating shopping</i>	11.
1.4. RESEARCH GAP : CE QUE LA LITTÉRATURE N'A PAS ENCORE DIT.....	12.
<i>Un corpus riche, mais un angle mort persistant</i>	12.
<i>Ce que la littérature a bien couvert</i>	12.
<i>Ce que la littérature n'a pas encore bien traité</i>	13.
<i>Positionnement de ce mémoire</i>	13.
2. CADRES THÉORIQUES	15.
2.1. THÉORIE DE L'AGENCE : L'ASYMÉTRIE D'INFORMATION AU CŒUR DU PROBLÈME	15.
<i>Le cadre fondateur</i>	15.
<i>L'ESG comme nouvelle source d'asymétrie</i>	15.
2.2. SIGNALING THEORY : LA NOTATION ESG COMME SIGNAL DE QUALITÉ	16.
<i>Le cadre fondateur</i>	16.
<i>Les notations ESG comme signal imparfait</i>	16.
2.3. THÉORIE DE LA LÉGITIMITÉ : L'ESG COMME STRATÉGIE D'IMAGE	16.
<i>Le cadre fondateur</i>	16.
<i>L'ESG comme outil de légitimation</i>	17.
2.4. HYPOTHÈSE DES MARCHÉS EFFICIENTS : LES MARCHÉS INTÈGRENT-ILS VRAIMENT LES NOTATIONS ESG ?	17.
<i>Le cadre fondateur</i>	17.
<i>Une intégration partielle et imparfaite</i>	17.
3. MÉTHODOLOGIE	19.
3.1. POSITIONNEMENT ÉPISTÉMOLOGIQUE.....	19.
3.2. ANALYSE DOCUMENTAIRE.....	19.
3.3. ENTRETIENS SEMI-DIRECTIFS.....	20.
3.4. MÉTHODE D'ANALYSE	22.
4. RÉSULTATS ET DISCUSSIONS	23.
4.1. LES NOTATIONS ESG : UN OUTIL UTILE MAIS IMPARFAIT	23.
4.2. LE LIEN PERÇU ENTRE NOTATION ESG ET SOLIDITÉ FINANCIÈRE	25.
4.3. FACTEURS QUI RENFORCENT OU FRAGILISENT LA CONFIANCE DANS LES NOTATIONS ESG	28.
4.4. DISCUSSION GÉNÉRALE : CONFRONTATION DES RÉSULTATS À LA LITTÉRATURE	30.
CONCLUSION	34.
BIBLIOGRAPHIE	38.
ANNEXES	42.
<i>Annexe 1 — Retranscription de l'entretien avec la FSMA</i>	42.

<i>Annexe 2 — Retranscription de l'entretien avec Financité</i>	<i>46.</i>
<i>Annexe 3 — Retranscription de l'entretien avec BNP Paribas Asset Management.....</i>	<i>46.</i>

Introduction

Un contexte de transformation profonde

Il y a encore vingt ans, la performance d'une entreprise se mesurait presque exclusivement à l'aune de ses résultats financiers. Le cours de bourse, le bénéfice par action, le retour sur capitaux investis constituaient l'alpha et l'oméga de l'analyse des marchés financiers. Aujourd'hui, ce tableau s'est profondément transformé. Une nouvelle catégorie d'indicateurs a fait son apparition — les notations ESG — qui prétendent mesurer la performance des entreprises sur des dimensions jusqu'alors ignorées par les marchés : l'environnement, le social et la gouvernance.

Cette transformation n'est pas le fruit du hasard. Elle est le résultat d'une prise de conscience progressive dans les sphères académiques, politiques et économiques que les risques liés au changement climatique, aux inégalités sociales et aux défaillances de gouvernance peuvent avoir des conséquences financières considérables. L'effondrement de Wirecard en 2020, le scandale du Dieseldgate de Volkswagen en 2015, la catastrophe de Rana Plaza en 2013 ont rappelé avec brutalité que les risques extra-financiers peuvent se transformer en pertes financières massives, en très peu de temps. Ils ont alimenté une conviction croissante : pour évaluer correctement la solidité financière d'une entreprise, il ne suffit plus de regarder ses comptes. Il faut aussi regarder comment elle se comporte.

En Europe, cette prise de conscience s'est traduite par un mouvement réglementaire d'une ampleur sans précédent. La directive CSRD, le règlement SFDR, la taxonomie verte européenne ont progressivement imposé aux entreprises et aux acteurs financiers des obligations de transparence et de reporting extra-financier toujours plus exigeantes. Dans ce contexte, les notations ESG produites par des agences spécialisées comme MSCI, Sustainalytics ou Refinitiv se sont imposées comme des outils de référence incontournables pour les investisseurs souhaitant intégrer ces nouvelles dimensions dans leurs décisions d'allocation de capital.

Un problème central : la divergence et ses conséquences

Mais derrière cette apparente montée en puissance des notations ESG se cache un problème fondamental qui fragilise leur crédibilité et soulève des questions légitimes sur leur valeur réelle comme outils d'aide à la décision. Ce problème, c'est la divergence spectaculaire entre les scores attribués à une même entreprise par différentes agences.

Berg, Kölbel et Rigobon (2022) ont été parmi les premiers à documenter rigoureusement ce phénomène. Leur étude fondatrice montre que la corrélation moyenne entre les scores de différentes agences ESG n'atteint que 0,54, contre 0,99 pour les agences de notation financière traditionnelles. Autrement dit, là où Moody's et S&P s'accordent presque systématiquement sur la solvabilité d'un émetteur, les agences ESG peuvent donner des signaux radicalement opposés sur la même entreprise. L'exemple de Tesla en est l'illustration la plus frappante : en 2022, S&P Global a retiré le constructeur de son indice ESG pour des raisons environnementales et sociales, pendant que d'autres agences lui maintenaient des scores élevés au regard de sa contribution à la transition énergétique.

Cette divergence n'est pas un simple problème technique appelé à se résoudre avec la maturité du secteur. Elle tient à des désaccords profonds et structurels sur ce que les notations

ESG sont censées mesurer, des désaccords qui portent sur la définition même de ce qu'est une bonne performance environnementale, sociale ou de gouvernance. Dans ce contexte, la question de la fiabilité de ces outils s'impose avec une acuité particulière : peut-on vraiment s'appuyer sur des notations aussi divergentes pour évaluer le risque financier d'une entreprise ?

Problématique et justification du sujet

C'est cette question qui est au cœur de ce mémoire. La problématique peut être formulée ainsi : **dans quelle mesure les notations ESG sont-elles perçues comme un indicateur fiable de la solidité financière des entreprises cotées par les acteurs des marchés financiers européens ?**

Cette question présente plusieurs dimensions complémentaires. Elle interroge d'abord la fiabilité perçue des notations ESG, non pas leur fiabilité objective et absolue, mais la façon dont les professionnels qui les utilisent au quotidien leur font confiance et les intègrent dans leurs décisions. Elle interroge ensuite le lien entre ESG et solidité financière, un lien que la littérature académique documente mais avec de nombreuses nuances et limites. Elle interroge enfin le positionnement des acteurs des marchés financiers européens face à des outils dont la valeur informationnelle est reconnue mais contestée.

Le choix de centrer cette analyse sur les marchés financiers européens n'est pas anodin. L'Europe est le continent qui a le plus avancé dans la structuration d'un cadre réglementaire pour la finance durable. C'est aussi le continent où les débats sur la fiabilité des notations ESG sont les plus vifs, alimentés par des scandales de greenwashing, des divergences méthodologiques persistantes et une réglementation en pleine évolution. C'est donc un terrain d'observation particulièrement riche et pertinent pour explorer la question posée.

La justification de ce sujet tient également à un constat de recherche. La littérature académique existante a largement traité la question des notations ESG de façon quantitative, en mesurant des divergences, en testant des corrélations statistiques entre scores ESG et performance financière, en construisant des modèles économétriques. Ce faisant, elle a produit des connaissances précieuses mais a laissé dans l'ombre une dimension essentielle : la perception concrète qu'ont les acteurs des marchés financiers de la fiabilité de ces outils dans leur pratique quotidienne. C'est précisément dans cet espace que ce mémoire cherche à apporter une contribution originale, en donnant la parole à des professionnels aux profils variés et en analysant leurs témoignages avec rigueur.

Délimitation du sujet

Plusieurs délimitations s'imposent pour circonscrire le champ de cette recherche. Sur le plan géographique, l'analyse se concentre sur les marchés financiers européens et plus particulièrement sur le contexte belge, qui constitue le terrain principal des entretiens menés dans le cadre de ce mémoire. Ce choix est lié à la fois à des contraintes pratiques et à une cohérence analytique : la Belgique s'inscrit pleinement dans le cadre réglementaire européen et constitue un marché représentatif des dynamiques observées à l'échelle continentale.

Sur le plan des acteurs étudiés, ce mémoire se concentre sur trois types de professionnels : les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs, les régulateurs des marchés financiers, et les organisations de la société civile spécialisées dans l'analyse de l'investissement responsable. Ce choix permet de couvrir trois positionnements institutionnels complémentaires et d'explorer la diversité des perceptions que cette diversité engendre.

Sur le plan temporel, l'analyse se concentre sur la période récente, marquée par l'accélération de la réglementation européenne en matière de finance durable et par les débats croissants sur la fiabilité des notations ESG. La période 2020-2025 constitue le cœur de l'analyse, même si des références à des travaux antérieurs sont mobilisées lorsqu'elles apportent un éclairage pertinent.

Annonce du plan

Ce mémoire s'organise en quatre parties principales. La première est une revue de la littérature académique qui documente l'état des connaissances sur les notations ESG, leur divergence, leur lien avec la solidité financière et la perception qu'en ont les acteurs des marchés financiers. La deuxième présente les cadres théoriques mobilisés pour analyser ces enjeux : théorie de l'agence, signaling theory, théorie de la légitimité et hypothèse des marchés efficients. La troisième expose la méthodologie retenue, une approche qualitative interprétativiste combinant analyse documentaire et entretiens semi-directifs. La quatrième partie présente et discute les résultats de la recherche en confrontant les témoignages des professionnels interrogés aux conclusions de la littérature académique, pour apporter une réponse nuancée et argumentée à la problématique posée.

1. Revue de la littérature

1.1. Les notations ESG : définition, acteurs et fonctionnement

Qu'est-ce qu'une notation ESG ?

Les notations ESG sont partout. Dans les rapports annuels des grands fonds d'investissement, dans les discours des régulateurs européens, dans les stratégies de communication des entreprises cotées. Leur principe est simple : évaluer les entreprises non plus seulement sur leur performance financière, mais aussi sur leur comportement environnemental (*Environmental*), social (*Social*) et de gouvernance (*Governance*). Trois lettres pour couvrir des réalités très concrètes — les émissions de CO₂ d'une entreprise, ses conditions de travail, la composition de son conseil d'administration — traduites en un score synthétique censé refléter la qualité globale de ses pratiques non financières.

Ces notations ne sont pas nées de rien. Leur essor est indissociable du mouvement en faveur de l'investissement socialement responsable, dont les *Principles for Responsible Investment* lancés par les Nations Unies en 2006 constituent l'un des jalons fondateurs. Depuis lors, la demande n'a cessé de croître. Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus sensibles aux enjeux de durabilité. Le cadre réglementaire européen s'est considérablement renforcé. La directive CSRD et le règlement SFDR ont accéléré cette dynamique, en imposant aux entreprises des obligations de reporting extra-financier toujours plus exigeantes (Hummel & Jobst, 2024 ; Kräussl, Oladiran & Stefanova, 2024).

Concrètement, une notation ESG agrège des dizaines — parfois des centaines — d'indicateurs issus de sources variées. Rapports de développement durable, bases de données publiques, déclarations réglementaires, analyses de controverses médiatiques. La dimension environnementale intègre les émissions de gaz à effet de serre, la politique énergétique, l'exposition aux risques climatiques. La dimension sociale couvre les conditions de travail, la diversité et l'inclusion, les relations avec les communautés locales. La gouvernance s'intéresse à la structure du conseil d'administration, à la rémunération des dirigeants, aux dispositifs anti-corruption. Ces trois piliers sont ensuite agrégés en un score global unique. Et c'est précisément là que les choses se compliquent.

Les principales agences et leurs méthodologies

Le marché de la notation ESG est dominé par un nombre restreint d'acteurs. En Europe, trois agences occupent une position centrale : MSCI ESG Research, Sustainalytics et Refinitiv. Elles poursuivent toutes le même objectif apparent — évaluer la performance ESG des entreprises. Leurs approches, elles, divergent de façon substantielle.

MSCI évalue les entreprises en fonction de leur exposition aux risques ESG propres à leur secteur et de leur capacité à les gérer. La note reflète une performance relative à un benchmark sectoriel, pas une performance absolue. Conséquence directe : deux entreprises aux pratiques environnementales comparables peuvent recevoir des scores très différents selon leur secteur d'activité. Sustainalytics adopte une logique différente. Elle mesure le risque résiduel — la part du risque ESG que l'entreprise n'a pas réussi à couvrir par ses politiques de gestion. L'accent est mis sur la matérialité financière, ce qui rapproche cette approche des préoccupations traditionnelles des analystes. Refinitiv, quant à elle, accorde une

importance particulière à la quantité et à la qualité des informations divulguées. Ce choix tend à avantager les grandes structures disposant des ressources nécessaires pour produire des rapports de durabilité détaillés.

Ces différences ne sont pas de simples détails techniques. Elles traduisent des visions fondamentalement différentes de ce que doit mesurer une notation ESG. S'agit-il de quantifier un risque financier ? D'évaluer un impact environnemental et social ? De récompenser la transparence du reporting ? Selon la réponse apportée, une même entreprise peut se voir attribuer des scores radicalement différents, avec des implications directes sur les décisions d'investissement (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022).

La divergence entre agences : un problème documenté et structurel

Voici un chiffre qui résume bien le problème. La corrélation moyenne entre les scores de différentes agences ESG n'atteint que 0,54 — contre 0,99 pour les agences de notation de crédit traditionnelles (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022). Autrement dit, là où Moody's et S&P s'accordent presque systématiquement sur la solvabilité d'un émetteur, les agences ESG peuvent donner des signaux radicalement opposés sur la même entreprise.

L'exemple de Tesla illustre parfaitement ce phénomène. En 2022, S&P Global a retiré le constructeur automobile de son indice ESG, au motif notamment de l'absence de stratégie carbone publiée et de conditions de travail controversées dans ses usines. Dans le même temps, d'autres agences lui maintenaient des scores relativement élevés, au regard de sa contribution à la transition énergétique. La décision a suscité une incompréhension considérable — Elon Musk qualifiant publiquement l'ESG d'« arnaque ». Ce n'est pas tant Tesla qui pose problème ici. C'est la capacité des notations ESG à produire un signal cohérent et lisible pour les investisseurs.

Pour comprendre d'où vient cet écart, Berg, Kölbel et Rigobon (2022) décomposent la divergence en trois sources. Les différences dans le périmètre des attributs mesurés (*scope*). Les différences dans les indicateurs retenus (*measurement*). Les différences dans les pondérations appliquées (*weights*). Leur conclusion est claire : c'est l'effet de mesure qui domine. Deux agences peuvent observer exactement le même comportement d'une entreprise et en tirer des conclusions opposées. Ce n'est donc pas un problème de collecte d'information, c'est un problème d'interprétation. Ce qui le rend d'autant plus difficile à résoudre.

Chatterji, Durand, Levine et Touboul (2016) avaient déjà montré que la convergence entre systèmes de notation était structurellement faible, y compris pour des critères a priori objectifs. Leur diagnostic est lucide : cette divergence ne reflète pas un manque de maturité du secteur. Elle tient à des désaccords normatifs profonds sur ce que signifie « bien se comporter » en matière ESG. Ces désaccords ne se résoudront pas par la seule accumulation de données supplémentaires.

Billio, Costola, Hristova, Latino et Pelizzon (2021) montrent que les désaccords affectent non seulement les scores globaux, mais aussi chaque sous-composante prise individuellement. La divergence est particulièrement marquée sur la dimension gouvernance, qui repose davantage sur des indicateurs qualitatifs difficiles à standardiser. Ces désaccords ont des conséquences très concrètes : les portefeuilles construits à partir des notations d'une agence peuvent

présenter des profils de risque très différents de ceux construits à partir d'une autre. Dimson, Marsh et Staunton (2020) adoptent une perspective praticienne et montrent que cette divergence constitue un obstacle concret à l'intégration des notations dans les processus d'investissement. Pour les gérants soumis à des obligations de cohérence vis-à-vis de leurs clients, recevoir des signaux contradictoires crée une incertitude difficile à gérer.

Agosto et Tanda (2025) confirment dans leur revue systématique que le phénomène est bien documenté à l'échelle internationale, tout en soulignant qu'il est amplifié dans certaines zones. Vasiu (2024) l'illustre dans le contexte européen : les divergences sont particulièrement prononcées sur les marchés émergents de l'Union européenne, où les capacités de reporting extra-financier restent inégales.

Fiabilité et transparence : une crédibilité en question

La divergence entre agences n'est pas le seul problème. Derrière elle se cache une question plus fondamentale : peut-on vraiment faire confiance à ces notations ?

Le cas de Wirecard est instructif. Avant la révélation de la fraude comptable massive qui a conduit à l'effondrement de l'entreprise en 2020, plusieurs agences ESG lui attribuaient des scores de gouvernance satisfaisants. Les signaux d'alerte présents dans la presse financière ne se reflétaient pas dans leurs évaluations. Cet épisode a alimenté les doutes sur la capacité des notations à détecter les risques réels de gouvernance et renforcé le scepticisme de nombreux acteurs financiers quant à leur valeur informationnelle.

Mayer et Reizingerné Ducsaï (2023) posent la question frontalement. Les agences ne publient pas systématiquement leurs critères de pondération. Les sources de données ne sont pas toujours documentées. Les processus de révision des scores restent opaques. Dans ces conditions, un investisseur externe peut difficilement comprendre pourquoi un score a changé, ou pourquoi deux agences arrivent à des conclusions si différentes. Les auteurs pointent également un risque de conflit d'intérêts structurel : certaines agences ESG sont rémunérées par les entreprises qu'elles notent, selon un schéma comparable à celui observé dans le secteur des agences de notation financière avant la crise de 2008.

Demartini et Pagliei (2023) confirment, à travers une analyse bibliométrique approfondie, que ces problèmes de fiabilité traversent l'ensemble de la recherche académique et restent largement sans réponse satisfaisante. La tension est fondamentale : d'un côté, la demande d'un score simple et lisible. De l'autre, la complexité irréductible des réalités que ce score est censé capturer. Shi et Yao (2025) identifient plusieurs facteurs aggravants — la subjectivité des indicateurs qualitatifs, l'hétérogénéité des pratiques de reporting, les biais sectoriels introduits par les choix méthodologiques des agences — et montrent leurs effets mesurables sur les décisions d'investissement.

Face à ces constats, des voix réclament une standardisation du secteur. En Europe, la CSRD et les normes ESRS visent précisément à améliorer la qualité et la comparabilité des informations extra-financières publiées par les entreprises (Hummel & Jobst, 2024). Mais comme le rappellent Agosto et Tanda (2025), standardiser le reporting ne suffit pas à résoudre les désaccords méthodologiques profonds. Tant que les agences ne s'accordent pas sur ce qu'elles cherchent à mesurer, la divergence persistera.

Ces constats posent naturellement la question suivante : malgré ces imperfections, les notations ESG permettent-elles de renseigner sur la solidité financière des entreprises ? C'est l'objet de la section suivante.

1.2. ESG et solidité financière : ce que dit la littérature

Un lien théorique convaincant, mais complexe à établir

L'idée est intuitive. Une entreprise qui gère efficacement ses risques climatiques, entretient de bonnes relations avec ses salariés et dispose d'une gouvernance robuste devrait, en théorie, être moins exposée aux scandales, aux litiges coûteux et aux sanctions réglementaires. Une bonne performance ESG pourrait ainsi constituer un proxy de la qualité managériale globale — et donc, indirectement, un indicateur de résilience financière.

C'est cette hypothèse que la littérature académique teste depuis une quinzaine d'années. Les résultats convergent globalement dans le sens d'une relation positive. Mais ils restent entachés de nombreuses nuances et limites méthodologiques qu'il serait malhonnête de passer sous silence.

Egorova, Lavrukhina et Karminsky (2024) confirment, sur un large échantillon d'entreprises cotées, que les indicateurs ESG exercent un effet positif et significatif sur la stabilité financière. Les entreprises affichant de meilleures performances ESG tendent à présenter des ratios de solvabilité plus solides, une volatilité des résultats plus faible et une moindre exposition aux chocs exogènes. Lupu, Hurduzeu et Lupu (2022) arrivent à des conclusions similaires à partir de données européennes : l'ESG se reflète positivement dans les indicateurs de stabilité financière au niveau macroéconomique. La diffusion des pratiques ESG au sein du tissu entrepreneurial européen contribuerait ainsi à renforcer la résilience globale du système financier.

Ces résultats s'inscrivent dans une logique cohérente. Les entreprises qui anticipent et gèrent proactivement leurs risques extra-financiers sont mieux armées pour faire face aux turbulences. Akin et Akin (2026) apportent un éclairage complémentaire : la divulgation mandatée d'informations ESG, telle qu'elle se développe en Europe sous l'effet de la CSRD, a des effets mesurables sur la qualité des bénéfices publiés et sur le coût du capital. En forçant une plus grande transparence, la réglementation réduirait l'asymétrie d'information entre entreprises et investisseurs — ce qui se traduirait par une prime de risque plus faible et un accès au financement facilité.

Annonces ESG négatives et réaction des marchés : quand le cours plonge

Un angle particulièrement révélateur du lien entre ESG et solidité financière est la réaction des marchés face aux annonces négatives. Lorsqu'une entreprise cotée révèle un problème dans le champ ESG — fraude environnementale, scandale social, défaillance de gouvernance — les marchés sanctionnent souvent brutalement et rapidement. Cette réactivité est en elle-même un signal fort : elle suggère que les investisseurs intègrent, au moins partiellement, les dimensions ESG dans leur évaluation du risque financier.

L'exemple de Volkswagen lors du scandale du Dieseldgate en 2015 est à cet égard particulièrement frappant. Avant la révélation de la fraude sur les émissions polluantes, le constructeur allemand bénéficiait de scores ESG globalement corrects auprès de plusieurs agences — notamment sur la dimension environnementale, paradoxalement. La fraude, une fois découverte, a provoqué une chute brutale du cours de bourse de près de 30 % en quelques jours, suivie de milliards d'euros d'amendes et de provisions. Au-delà de l'impact financier immédiat, c'est la réputation de l'entreprise qui a été durablement affectée — avec des conséquences sur sa capacité à lever des fonds, à attirer des partenaires et à maintenir la confiance de ses clients institutionnels.

Ce mécanisme de sanction boursière face aux annonces ESG négatives n'est pas propre à Volkswagen. Il illustre une dynamique plus générale documentée par la littérature : les marchés financiers réagissent aux nouvelles informations ESG, mais de façon asymétrique. Les mauvaises nouvelles sont sanctionnées rapidement et sévèrement. Les bonnes nouvelles, en revanche, sont intégrées plus lentement et de façon moins systématique. Zairis, Apostolopoulos et Liargovas (2025) confirment cette asymétrie dans leur analyse de l'impact des notations ESG sur la valorisation des grandes entreprises d'Europe du Sud : une dégradation de score ESG a un effet négatif sur la valorisation boursière plus prononcé que l'effet positif d'une amélioration équivalente.

Cette asymétrie a des implications importantes pour les investisseurs. Elle signifie que le risque ESG est avant tout un risque de queue — un risque de perte soudaine et sévère en cas d'annonce négative — plutôt qu'un facteur de performance régulier et prévisible. Gargallo, Lample, Miguel et Salvador (2025) montrent à cet égard que les portefeuilles composés d'entreprises à faible notation ESG sont non seulement plus exposés à ce type de chocs, mais aussi plus interconnectés au sein des réseaux financiers — ce qui amplifie les effets de contagion en période de stress. Autrement dit, investir dans des entreprises mal notées ESG ne revient pas seulement à prendre un risque idiosyncratique sur chaque entreprise individuellement. Cela revient à s'exposer à un risque systémique potentiellement sous-estimé.

ESG et risque systémique : une dimension souvent négligée

Au-delà de la solidité individuelle des entreprises, une partie de la littérature s'est intéressée à une question moins visible mais tout aussi importante : le lien entre notations ESG et risque systémique. C'est-à-dire le risque que la défaillance d'un acteur se propage à l'ensemble du système financier. Une dimension rarement mise en avant dans les discours sur l'investissement responsable — mais particulièrement pertinente dans le contexte post-crise de 2008 et face à la montée des risques climatiques.

Aevoae, Andries, Ongena et Sprincean (2022) explorent cette question sur des entreprises européennes et américaines. Leurs conclusions sont nuancées. Une meilleure performance ESG tend à réduire la contribution individuelle d'une entreprise au risque systémique. Mais la relation n'est pas mécanique. Elle dépend fortement du secteur d'activité et de la nature des indicateurs ESG considérés. Bax, Bonaccolto et Paterlini (2022) prolongent l'analyse : les entreprises aux scores ESG les plus faibles tendent à présenter un impact systémique plus élevé. Les portefeuilles investis dans ces entreprises concentreraient davantage de risque systémique que ne le laissent supposer les métriques financières traditionnelles. Un résultat

aux implications directes pour les régulateurs et les investisseurs institutionnels — fonds de pension et compagnies d'assurance en tête — soucieux de la stabilité globale du système.

Le secteur bancaire fait l'objet d'une attention particulière. Son rôle central dans la stabilité financière justifie cet intérêt. Dezméri et Nagy (2025) montrent que la performance ESG des banques européennes a un effet significatif sur leur exposition résiduelle au risque de crédit. Les établissements affichant de meilleures pratiques ESG tendent à présenter des portefeuilles de crédit de meilleure qualité — comme si l'ESG capturait des dimensions de la qualité managériale non pleinement reflétées dans les métriques financières traditionnelles. Caporale, Sova et Sova (2025) confirment quant à eux que l'exposition aux risques physiques et de transition liés au changement climatique constitue un facteur de vulnérabilité financière croissant pour les établissements qui ne l'anticipent pas.

Des résultats prometteurs, mais des limites importantes

La tendance générale de la littérature pointe vers une relation positive entre performance ESG et solidité financière. Mais il serait trompeur de présenter ce lien comme définitivement établi. Plusieurs limites méthodologiques importantes viennent tempérer les conclusions.

La première est sans doute la plus fondamentale. Elle tient à la qualité des données ESG utilisées dans ces études. Comme nous l'avons vu, les notations ESG sont caractérisées par une divergence structurelle entre agences et un manque de standardisation. Or, la plupart des études empiriques s'appuient sur les scores d'une seule agence — généralement MSCI ou Sustainalytics. Ce choix soulève la question de la robustesse des résultats. Zairis, Apostolopoulos et Liargovas (2025) l'illustrent dans leur analyse de l'impact des notations sur la valorisation des grandes entreprises d'Europe du Sud : leurs résultats varient sensiblement selon l'agence retenue. Un signal d'alerte difficile à ignorer.

La deuxième limite concerne l'endogénéité. Est-ce qu'une bonne performance ESG améliore la solidité financière ? Ou sont-ce les entreprises financièrement solides — disposant des ressources nécessaires pour investir dans leurs pratiques ESG — qui affichent de meilleures notations ? Cette causalité inverse est rarement traitée de façon satisfaisante dans la littérature. Et elle reste l'une des principales raisons pour lesquelles il est difficile de conclure à un lien de causalité clair entre ESG et résilience financière.

La troisième limite tient à l'horizon temporel. La plupart des travaux empiriques portent sur des périodes relativement courtes. Or, certains bénéfices ESG — comme la réduction de l'exposition aux risques réglementaires ou climatiques — ne se matérialisent pas à court terme. Ils peuvent même représenter un coût dans un premier temps avant de devenir un avantage compétitif durable. Les études disponibles peinent à capturer cette dynamique de long terme. Le cas de Wirecard est ici révélateur : avant la révélation de la fraude comptable massive qui a conduit à l'effondrement de l'entreprise en 2020, plusieurs agences ESG lui attribuaient des scores de gouvernance satisfaisants. Un rappel brutal que les notations ESG, aussi sophistiquées soient-elles, ne constituent pas un système d'alerte précoce infaillible.

Enfin, la relation entre ESG et solidité financière n'est pas uniforme. Elle varie selon les secteurs, les tailles d'entreprise et les zones géographiques. Ce que la littérature appelle l'effet de matérialité — l'idée que certains indicateurs ESG sont plus pertinents financièrement dans

certains secteurs que dans d'autres — est encore insuffisamment pris en compte dans les études globales. Ce qui peut conduire à des généralisations abusives.

Ces limites n'invalident pas l'intérêt des notations ESG. Mais elles expliquent, en partie, pourquoi les acteurs des marchés financiers européens entretiennent une relation ambivalente avec ces outils. Conscients de leur utilité potentielle, ils restent prudents face à des scores dont la fiabilité et la pertinence financière ne sont pas toujours clairement établies. C'est précisément cette tension que la section suivante explore — en s'intéressant à la façon dont ces acteurs perçoivent et utilisent concrètement les notations ESG dans leur pratique quotidienne.

1.3. La perception des acteurs financiers face aux notations ESG

Des outils intégrés, mais avec prudence

Les notations ESG sont désormais présentes dans presque toutes les grandes institutions financières européennes. Les fonds d'investissement les mentionnent dans leurs rapports annuels. Les gérants de portefeuille les consultent avant de prendre leurs décisions. Les analystes les intègrent dans leurs grilles d'évaluation. Mais entre l'affichage d'une politique d'investissement responsable et l'utilisation effective de ces scores dans les décisions d'allocation, il existe souvent un écart significatif. La littérature académique a commencé à le documenter et ce qu'elle révèle est instructif.

Kräussl, Oladiran et Stefanova (2024), dans une revue exhaustive des attentes et perceptions des investisseurs face à l'ESG, dressent un tableau nuancé. D'un côté, une majorité d'investisseurs institutionnels déclarent intégrer les critères ESG dans leur processus d'investissement. De l'autre, cette intégration reste souvent superficielle. Les notations sont davantage utilisées comme un filtre d'exclusion ou un outil de communication que comme un véritable facteur d'analyse du risque financier. Beaucoup d'investisseurs utilisent l'ESG pour éviter les controverses publiques, pas nécessairement pour améliorer la qualité de leurs décisions.

Rapp et Roser (2024) confirment cette ambivalence à travers une enquête menée auprès d'investisseurs institutionnels européens. La quasi-totalité des répondants reconnaissent l'importance croissante de l'ESG dans leur environnement professionnel. Mais beaucoup expriment des réserves importantes quant à la fiabilité des notations disponibles. La taxonomie européenne et les exigences liées à la SFDR sont perçues comme des avancées positives insuffisantes, cependant, pour résoudre les problèmes fondamentaux de qualité et de comparabilité des données. Ce décalage entre reconnaissance de l'importance du sujet et confiance limitée dans les outils est l'un des fils rouges de cette littérature.

Les investisseurs institutionnels : entre conviction et pragmatisme

Les investisseurs institutionnels — fonds de pension, compagnies d'assurance, gestionnaires d'actifs — sont les utilisateurs les plus importants des notations ESG en termes de volumes gérés. Leur rapport à ces outils est souvent décrit dans la littérature comme un équilibre délicat. Conviction sur le fond. Pragmatisme face aux limites des données disponibles.

Rozkov et Idema (2023), dans une étude centrée sur les investisseurs institutionnels d'Europe germanophone, montrent que ces acteurs intègrent les critères ESG principalement pour trois raisons. La gestion du risque de réputation. La conformité réglementaire. Et, dans une moindre mesure, la conviction que les entreprises bien notées ESG offrent de meilleures perspectives de rendement à long terme. Ce troisième motif, pourtant le plus directement lié à la thèse d'une relation entre ESG et solidité financière, est systématiquement cité en dernier. Ce n'est pas anodin. Cela dit long sur le degré de conviction réelle des investisseurs quant à la valeur prédictive des notations.

Sangiorgi et Schopohl (2021) apportent un éclairage similaire à travers leur étude sur les raisons qui poussent les gestionnaires d'actifs européens à investir dans des obligations vertes. Leurs résultats sont clairs : la décision d'investissement est rarement guidée par une analyse approfondie des scores ESG des émetteurs. Elle est davantage motivée par des considérations de diversification du portefeuille, de signal envoyé aux clients et de conformité aux politiques internes d'investissement responsable. L'ESG fonctionne souvent moins comme un outil d'analyse que comme un langage commun — permettant aux investisseurs de se signaler mutuellement comme « responsables ». Ce qui n'est pas sans rappeler les mécanismes décrits par la théorie du signal.

Kordsachia, Focke et Velte (2022) posent une question complémentaire : les investisseurs institutionnels qui se déclarent durables contribuent-ils vraiment à améliorer la performance environnementale des entreprises dans lesquelles ils investissent ? Leur réponse, à partir de données européennes, est prudemment positive mais assortie de nombreuses nuances. L'effet est réel mais modeste. Et il dépend fortement de la nature de l'engagement actionnarial pratiqué. Un investisseur qui sélectionne des entreprises à score ESG élevé sans exercer de pression active sur leur gouvernance aura un impact bien plus limité qu'un actionnaire engagé dans un dialogue direct avec le management.

Le scepticisme croissant et le phénomène de rating shopping

L'un des développements les plus préoccupants documentés par la littérature récente est la montée d'un scepticisme croissant, y compris parmi ceux qui utilisent régulièrement les notations ESG. Ce scepticisme prend plusieurs formes. L'une des plus problématiques est ce que l'on désigne sous le terme de *rating shopping*.

Le principe est simple. Par analogie avec le phénomène bien documenté dans le secteur des agences de notation financière, le *rating shopping* ESG désigne la pratique consistant à sélectionner préférentiellement l'agence dont la méthodologie produit les scores les plus favorables. Un fonds souhaitant afficher un portefeuille ESG performant a intérêt à choisir l'agence dont les critères avantagent ses positions existantes. Pour les entreprises, la logique est similaire : face à plusieurs agences aux méthodologies différentes, certaines peuvent être tentées de communiquer préférentiellement avec celles dont les indicateurs leur sont les plus favorables — ou d'orienter leur politique de reporting en conséquence.

Dimson, Marsh et Staunton (2020) documentent ce phénomène en montrant que la divergence entre agences crée mécaniquement des opportunités de sélection stratégique. Tant que deux agences peuvent attribuer des scores radicalement différents à la même entreprise,

le choix de l'agence de référence constitue en lui-même une décision stratégique. Et potentiellement un vecteur de manipulation de l'image ESG.

Dempere, Alamash et Mattos (2024) relient ce phénomène à la problématique plus large du greenwashing. La faiblesse des mécanismes de vérification externe et le manque de standardisation des méthodologies créent un environnement propice aux comportements opportunistes. Leurs résultats suggèrent que le greenwashing dans la finance durable est non seulement répandu — mais qu'il est en partie facilité par les lacunes structurelles du système de notation ESG lui-même. Ce n'est pas une fatalité. Mais c'est un problème systémique qui ne se résoudra pas sans une intervention réglementaire forte.

Ce tableau d'ensemble est révélateur. Des investisseurs qui utilisent les notations ESG davantage par conformité que par conviction. Une divergence structurelle entre agences qui alimente le scepticisme. Un phénomène de rating shopping difficile à endiguer. Le marché de l'information ESG peine encore à trouver sa maturité. C'est précisément ce constat qui justifie d'identifier les zones encore insuffisamment explorées par la recherche — ce que fait la section suivante.

1.4. Research gap : ce que la littérature n'a pas encore dit

Un corpus riche, mais un angle mort persistant

La littérature sur les notations ESG est abondante. Les chercheurs ont produit des travaux solides sur la divergence entre agences, sur les liens statistiques avec la performance financière, sur les comportements des investisseurs. Mais un angle reste largement délaissé : la perception concrète qu'ont les acteurs des marchés financiers de la fiabilité de ces outils. On sait comment les notations divergent. On mesure leur corrélation avec les résultats financiers. On connaît mal, en revanche, comment les professionnels qui les utilisent chaque jour leur font, ou ne leur font pas, confiance.

Ce n'est pas un détail. Sur les marchés financiers, la perception a une valeur en elle-même. Un outil en lequel les acteurs n'ont pas confiance aura une influence limitée sur les décisions d'investissement, quelle que soit sa qualité intrinsèque. Traiter la fiabilité des notations ESG comme un simple problème technique — un problème de données ou de méthodologie — c'est passer à côté d'une dimension essentielle : celle de la confiance.

Ce que la littérature a bien couvert

Certains travaux ont posé des bases solides. Berg, Kölbel et Rigobon (2022) ont décomposé les sources de divergence entre agences avec une rigueur exemplaire. Agosto et Tanda (2025) ont cartographié l'état de la littérature de façon exhaustive. Chatterji, Durand, Levine et Touboul (2016) ont montré dès 2016 que cette divergence était structurelle — ancrée dans des désaccords normatifs profonds, pas dans un simple manque de maturité du secteur.

Du côté des investisseurs, Kräussl, Oladiran et Stefanova (2024) ont fourni une revue utile des attentes et croyances face à l'ESG. Rapp et Roser (2024) ont produit des données d'enquête précieuses sur l'importance accordée à ces critères par les institutionnels européens. Demartini et Pagliei (2023) ont bien mis en évidence les limites de la qualité des données et

le manque de standardisation. Ces travaux constituent des fondations solides. Ils ne suffisent cependant pas à couvrir l'ensemble du sujet.

Ce que la littérature n'a pas encore bien traité

Plusieurs angles restent insuffisamment explorés. C'est là que se situe le *research gap* que ce mémoire cherche à combler.

Premier angle manquant : l'approche qualitative. La quasi-totalité des études existantes mesurent des corrélations, testent des modèles économétriques, analysent des bases de données. Elles produisent des connaissances utiles sur les propriétés statistiques des notations, mais restent muettes sur la façon dont les professionnels les vivent au quotidien. Les rares études qui s'aventurent sur ce terrain, comme Rapp et Roser (2024) ou Sangiorgi et Schopohl (2021), s'appuient sur des questionnaires standardisés. Ces outils captent des tendances générales, mais peinent à saisir les nuances, les contradictions et les raisonnements fins qui caractérisent la prise de décision réelle.

Deuxième angle manquant : la distinction entre utilité perçue et fiabilité perçue. Un acteur financier peut reconnaître qu'une notation ESG a une valeur informative sans pour autant lui faire confiance comme indicateur de solidité financière. Cette distinction est presque absente de la littérature. Elle est pourtant probablement au cœur des réticences que beaucoup de praticiens expriment. Mayer et Reizingerné Ducsai (2023) effleurent la question — sans l'approfondir vraiment.

Troisième angle manquant : le contexte européen spécifique. L'Europe dispose d'un cadre réglementaire particulièrement développé : CSRD, SFDR et taxonomie verte. Son impact sur la perception des notations ESG par les acteurs des marchés financiers européens n'a pas encore été étudié de façon approfondie. Les travaux de Hummel et Jobst (2024) sur la législation de reporting durable sont précieux, mais ils s'intéressent aux obligations des entreprises — pas à la réception de ces informations par les investisseurs et analystes.

Quatrième angle manquant : la parole des praticiens eux-mêmes. Les études qualitatives portant sur les gérants de portefeuille, analystes ESG et investisseurs institutionnels européens — pris comme sujets d'étude à part entière, avec leurs doutes et leurs stratégies — sont quasi inexistantes. Chatterji et al. (2016) appellent pourtant explicitement à davantage de recherches de ce type, pour comprendre comment les acteurs de terrain s'approprient des outils imparfaits et construisent leurs décisions malgré l'incertitude.

Positionnement de ce mémoire

C'est dans cet espace que s'inscrit ce travail. En combinant analyse documentaire et entretiens semi-directifs menés auprès d'acteurs des marchés financiers européens, ce mémoire cherche à apporter un éclairage qualitatif sur une question traitée jusqu'ici de façon essentiellement quantitative : dans quelle mesure les notations ESG sont-elles perçues comme un indicateur fiable de la solidité financière des entreprises cotées ? Cette approche ne prétend pas remplacer les travaux empiriques existants. Elle cherche à les compléter en donnant la parole à ceux qui utilisent, ou choisissent de ne pas utiliser, ces outils au quotidien.

2. Cadres théoriques

Les notations ESG ne sont pas des outils neutres. Elles s'inscrivent dans des relations complexes entre entreprises, investisseurs et marchés — des relations que plusieurs cadres théoriques permettent d'éclairer. Quatre d'entre eux sont particulièrement pertinents pour comprendre les enjeux de fiabilité et de perception qui sont au cœur de ce mémoire.

2.1. Théorie de l'agence : l'asymétrie d'information au cœur du problème

Le cadre fondateur

La théorie de l'agence, formalisée par Jensen et Meckling (1976), part d'un constat simple : dans une relation contractuelle, les deux parties n'ont pas accès aux mêmes informations. L'agent — celui qui agit — en sait plus que le principal — celui qui mandate. Cette asymétrie crée des coûts de surveillance, des coûts de signalement et des pertes résiduelles liées aux décisions prises en situation d'information imparfaite.

Dans le contexte financier classique, cette relation unit les actionnaires et les dirigeants d'entreprise. Les actionnaires confient la gestion de leur capital à des dirigeants mieux informés qu'eux sur la situation réelle de l'entreprise. Ces derniers peuvent être tentés d'agir dans leur propre intérêt plutôt que dans celui des actionnaires. C'est le problème fondamental de l'agence.

L'ESG comme nouvelle source d'asymétrie

Les notations ESG introduisent une nouvelle couche d'asymétrie dans cette relation. Les entreprises connaissent mieux que quiconque leurs pratiques environnementales, sociales et de gouvernance réelles. Les investisseurs, eux, n'ont accès qu'aux informations que les entreprises choisissent de divulguer et aux interprétations qu'en font les agences de notation. Cette double asymétrie est au cœur des problèmes de fiabilité documentés dans la littérature.

Egorova, Lavrukhina et Karminsky (2024) montrent que cette asymétrie a des effets mesurables sur la stabilité financière. Les entreprises qui divulguent peu d'informations ESG sont plus difficiles à évaluer pour les investisseurs, ce qui se traduit par une prime de risque plus élevée et un coût du capital accru. Akin et Akin (2026) confirment que la divulgation mandatée d'informations ESG, telle qu'elle se développe en Europe sous l'effet de la CSRD, réduit cette asymétrie de façon significative. En obligeant les entreprises à publier des informations standardisées et vérifiables, la réglementation européenne cherche précisément à rééquilibrer la relation entre entreprises et investisseurs.

Mais la théorie de l'agence éclaire aussi un autre problème. La divergence entre agences de notation ESG est elle-même une source d'asymétrie. Face à des scores contradictoires, les investisseurs ne savent pas quelle agence croire, ni si les informations publiées par les entreprises reflètent fidèlement leur performance réelle. Berg, Kölbel et Rigobon (2022) montrent que cette confusion profite mécaniquement aux entreprises les moins transparentes, qui peuvent s'appuyer sur la divergence des scores pour minimiser l'impact de leurs

mauvaises pratiques. Un effet pervers difficile à corriger sans standardisation réglementaire forte.

2.2. Signaling theory : la notation ESG comme signal de qualité

Le cadre fondateur

La théorie du signal, développée par Spence (1973) dans le contexte du marché du travail, repose sur une idée centrale : en situation d'asymétrie d'information, les agents bien informés cherchent à envoyer des signaux crédibles à ceux qui le sont moins. Pour qu'un signal soit efficace, il doit être coûteux à imiter pour ceux qui ne possèdent pas réellement la qualité qu'il est censé signaler. Appliquée aux marchés financiers, cette théorie prédit que les entreprises de bonne qualité ont intérêt à se signaler auprès des investisseurs en adoptant des pratiques ESG exemplaires et en les faisant certifier par des agences reconnues.

Les notations ESG comme signal imparfait

Les notations ESG semblent a priori bien adaptées à ce rôle. Une entreprise qui obtient un score élevé auprès d'une agence reconnue envoie un message fort aux investisseurs : elle gère bien ses risques extra-financiers, elle est transparente, elle anticipe les exigences réglementaires. Ce signal devrait réduire l'incertitude et faciliter l'accès au financement.

Mayer et Reizingerné Ducsai (2023) montrent cependant que ce signal est profondément imparfait. Le manque de transparence méthodologique des agences, la divergence entre leurs scores et le risque de conflits d'intérêts fragilisent sa crédibilité. Un investisseur qui reçoit des scores contradictoires sur la même entreprise ne sait pas quel signal interpréter, ni si ce signal reflète une réalité ou une stratégie de communication.

Le greenwashing illustre parfaitement cette limite. Dempere, Alamash et Mattos (2024) montrent que certaines entreprises investissent davantage dans la communication ESG que dans l'amélioration réelle de leurs pratiques. Elles envoient un signal positif aux agences de notation sans que ce signal corresponde à une qualité substantielle. C'est précisément le scénario que la théorie du signal cherche à prévenir : un signal qui n'est pas assez coûteux à imiter perd sa valeur informative. Inderst et Opp (2024) prolongent cette réflexion en montrant que même la taxonomie européenne peut être détournée à des fins de greenwashing si ses critères ne sont pas suffisamment exigeants. La conséquence est sérieuse : si les notations ESG ne constituent pas un signal fiable, leur capacité à orienter efficacement les flux de capitaux vers les entreprises les plus vertueuses est compromise.

2.3. Théorie de la légitimité : l'ESG comme stratégie d'image

Le cadre fondateur

La théorie de la légitimité, formalisée par Suchman (1995), part d'une observation sociologique fondamentale : les organisations ont besoin d'être perçues comme légitimes par leur environnement pour survivre et prospérer. Cette légitimité ne tombe pas du ciel. Elle se construit, se gère et peut se perdre. Les entreprises développent donc des stratégies délibérées pour maintenir ou restaurer leur image auprès des parties prenantes. Dans ce cadre, les

comportements des entreprises ne répondent pas seulement à une logique économique de maximisation du profit. Ils répondent aussi à une logique sociale de conformité aux normes et aux attentes de leur environnement institutionnel.

L'ESG comme outil de légitimation

Cette grille de lecture est particulièrement pertinente pour comprendre certains comportements observés sur les marchés financiers européens. Helfaya, Morris et Aboud (2023) montrent, à partir de données européennes, que les pratiques de divulgation ESG sont fortement influencées par des pressions institutionnelles externes — réglementaires, sectorielles, concurrentielles. Les entreprises qui divulguent le plus d'informations ESG ne sont pas nécessairement celles qui ont les meilleures pratiques. Ce sont souvent celles qui subissent les pressions institutionnelles les plus fortes.

Dempere, Alamash et Mattos (2024) relient directement cette dynamique au phénomène de greenwashing. Certaines entreprises utilisent les notations ESG non pas comme un outil de gestion des risques, mais comme un instrument de légitimation de leur image. Elles cherchent à obtenir des scores suffisamment élevés pour satisfaire les exigences réglementaires et les attentes des investisseurs, sans nécessairement s'engager dans une transformation profonde de leurs pratiques.

Hummel et Jobst (2024) montrent que la réglementation européenne joue un rôle ambivalent dans cette dynamique. La CSRD et les normes ESRS créent un cadre contraignant qui limite les marges de manœuvre des entreprises dans leur stratégie de communication ESG. Mais elles définissent aussi un seuil minimum de conformité que certaines entreprises cherchent simplement à atteindre sans aller au-delà. La réglementation peut ainsi paradoxalement renforcer une logique de légitimation minimale plutôt qu'encourager une véritable transformation des pratiques. Ce cadre théorique invite donc à regarder les notations ESG avec un œil critique : un score élevé ne signifie pas nécessairement que l'entreprise est vertueuse. Il signifie peut-être simplement qu'elle a bien compris les attentes de son environnement institutionnel et qu'elle y répond de façon stratégique.

2.4. Hypothèse des marchés efficients : les marchés intègrent-ils vraiment les notations ESG ?

Le cadre fondateur

L'hypothèse des marchés efficients, formalisée par Fama (1970), postule que les prix des actifs financiers reflètent à tout moment l'ensemble des informations disponibles. Dans sa forme semi-forte, cette hypothèse implique que toute information publique — y compris les notations ESG — est immédiatement et correctement intégrée dans les prix. Si les marchés sont efficients, une entreprise bien notée ESG devrait voir cela reflété dans son cours boursier, et une dégradation de notation devrait déclencher une correction immédiate.

Une intégration partielle et imparfaite

En pratique, la réalité est plus complexe. Kräussl, Oladiran et Stefanova (2024) montrent que l'intégration des informations ESG par les marchés est loin d'être systématique. Elle varie

selon le type d'information, le secteur d'activité et le profil des investisseurs présents sur le titre. Certaines informations ESG sont rapidement intégrées — notamment les annonces négatives comme les scandales environnementaux ou les fraudes de gouvernance. D'autres, comme les améliorations progressives des pratiques ESG, sont intégrées beaucoup plus lentement et de façon moins complète.

Zairis, Apostolopoulos et Liargovas (2025) confirment cette asymétrie dans le contexte des grandes entreprises d'Europe du Sud. Les dégradations de notation ESG ont un impact négatif sur la valorisation boursière plus prononcé que l'effet positif d'une amélioration équivalente, ce qui suggère que les marchés traitent l'information ESG de façon biaisée en accordant davantage de poids aux signaux négatifs qu'aux signaux positifs.

Aevoae, Andries, Ongena et Sprincean (2022) apportent un éclairage complémentaire sur la dimension systémique. Si les marchés étaient parfaitement efficaces, les risques ESG seraient pleinement intégrés dans les prix et il n'existerait pas de prime de risque liée à une mauvaise notation. Or leurs résultats suggèrent le contraire : les entreprises à faible score ESG présentent une contribution au risque systémique plus élevée que ce que leur valorisation boursière laisse supposer. Les marchés sous-estiment donc, au moins partiellement, les risques ESG — ce qui constitue une inefficience au sens de Fama.

Cette inefficience partielle a des implications importantes. Elle signifie que les investisseurs qui intègrent activement les notations ESG dans leurs décisions peuvent potentiellement identifier des opportunités ou éviter des risques que le marché n'a pas encore pleinement valorisés. Mais elle signifie aussi que la divergence entre agences contribue à cette inefficience, en rendant plus difficile pour les marchés l'intégration cohérente de ces informations.

Au total, ces quatre cadres théoriques dessinent un tableau cohérent. Les notations ESG évoluent dans un environnement marqué par l'asymétrie d'information, des signaux imparfaits, des stratégies de légitimation et des marchés qui n'intègrent que partiellement les risques extra-financiers. C'est dans ce contexte que s'inscrit la question centrale de ce mémoire — et c'est ce contexte que la méthodologie présentée dans la partie suivante cherche à explorer de façon empirique.

3. Méthodologie

3.1. Positionnement épistémologique

Ce mémoire s'inscrit dans une approche qualitative de nature interprétativiste. Ce choix n'est pas anodin — il reflète une conviction sur la nature même de l'objet étudié. La question de la fiabilité perçue des notations ESG par les acteurs des marchés financiers européens n'est pas une question à laquelle on peut répondre par des corrélations statistiques ou des modèles économétriques. C'est une question qui porte sur des perceptions, des représentations et des pratiques — sur la façon dont des professionnels construisent leur jugement dans un environnement incertain et complexe. Pour y répondre, il faut donner la parole à ces professionnels — et l'analyser avec rigueur.

L'approche interprétativiste part du principe que la réalité sociale est construite par les acteurs qui y participent — et que comprendre cette réalité nécessite de saisir le sens que ces acteurs donnent à leurs propres expériences. Dans ce cadre, le chercheur ne cherche pas à mesurer une vérité objective et universelle — il cherche à comprendre des significations situées, contextualisées et potentiellement multiples. C'est précisément ce que ce mémoire tente de faire : non pas établir si les notations ESG sont objectivement fiables ou non, mais comprendre comment différents acteurs des marchés financiers européens construisent leur jugement sur leur fiabilité — et pourquoi.

Ce positionnement est cohérent avec le research gap identifié dans la revue de littérature. La littérature académique existante a largement traité la question des notations ESG de façon quantitative — en mesurant des divergences, en testant des corrélations, en construisant des modèles. Ce que cette littérature n'a pas encore bien capturé, c'est la dimension vécue et subjective de ces enjeux — la façon dont les professionnels qui utilisent ces outils au quotidien les perçoivent, les interprètent et leur font ou ne leur font pas confiance. C'est dans cet espace que ce mémoire cherche à apporter une contribution originale.

3.2. Analyse documentaire

La première composante de la méthodologie est une analyse documentaire approfondie, qui constitue le socle de la revue de littérature présentée dans la Partie 1 et des cadres théoriques développés dans la Partie 2. Cette analyse s'appuie sur plusieurs types de sources.

Les **articles académiques** constituent la source principale. Ils ont été sélectionnés sur la base de leur pertinence par rapport à la problématique — en privilégiant les publications récentes, issues de revues à comité de lecture, et portant sur le contexte européen. Des bases de données comme Google Scholar, SSRN et Scopus ont été utilisées pour identifier et accéder à ces articles. La sélection a été guidée par des mots-clés précis — ESG ratings, ESG divergence, sustainable finance, financial stability, institutional investors — combinés avec des filtres géographiques centrés sur l'Europe.

Les **publications institutionnelles** constituent la deuxième source importante. Les rapports de l'ESMA, les textes réglementaires européens — SFDR, CSRD, taxonomie verte — et les publications de la FSMA ont été mobilisés pour documenter le cadre réglementaire dans

lequel s'inscrivent les pratiques étudiées. Ces sources primaires permettent d'ancrer l'analyse dans le contexte réglementaire européen réel — et de confronter les discours réglementaires officiels aux pratiques observées sur le terrain.

Les **rapports d'organisations spécialisées** constituent la troisième source. Le rapport annuel de Financité sur les fonds ISR en Belgique, notamment, a été mobilisé comme source primaire belge — apportant un éclairage concret et documenté sur les pratiques du marché belge de l'investissement responsable. Les rapports méthodologiques des principales agences de notation ESG — MSCI, Sustainalytics, Refinitiv — ont également été consultés pour comprendre de l'intérieur les approches et les choix méthodologiques de ces acteurs clés.

L'objectif de cette analyse documentaire est double. D'une part, elle permet de cartographier l'état des connaissances académiques sur les divergences des notations ESG et leur lien avec la solidité financière — en identifiant les consensus, les controverses et les lacunes de la littérature existante. D'autre part, elle fournit un cadre de référence pour l'analyse des entretiens — en permettant de confronter les perceptions des acteurs interrogés aux conclusions de la recherche académique.

3.3. Entretiens semi-directifs

La deuxième composante de la méthodologie est une série d'entretiens semi-directifs menés auprès de professionnels des marchés financiers européens. Ce choix méthodologique est directement lié au research gap identifié — l'absence d'études qualitatives sur la perception concrète de la fiabilité des notations ESG par les acteurs européens.

Justification du choix des entretiens semi-directifs

L'entretien semi-directif est particulièrement adapté à l'objet de cette recherche pour plusieurs raisons. Il permet d'explorer en profondeur des perceptions et des pratiques complexes — en donnant à l'interviewé la liberté de développer ses propres raisonnements tout en maintenant un fil directeur thématique. Il permet également de capturer des nuances, des contradictions et des éléments inattendus que des questionnaires standardisés ne pourraient pas révéler. Enfin, il crée un espace de confiance propice à l'expression de positions critiques ou nuancées — ce qui est particulièrement important dans un domaine comme l'ESG, où les discours officiels et les pratiques réelles peuvent diverger significativement.

Le choix d'une approche semi-directive plutôt que non directive tient à la nécessité de couvrir un ensemble de thèmes précis — liés directement à la problématique de ce mémoire — tout en laissant suffisamment de latitude à l'interviewé pour développer ses propres perspectives. Un guide d'entretien thématique a été élaboré en amont, organisé autour de quatre axes principaux : l'usage réel des notations ESG dans la pratique professionnelle, la perception du lien entre ESG et solidité financière, les facteurs qui renforcent ou fragilisent la confiance dans ces outils, et les perspectives d'évolution du secteur.

Profils des interviewés et stratégie d'échantillonnage

La stratégie d'échantillonnage retenue est une stratégie de variation maximale — visant à interroger des acteurs aux profils institutionnels aussi différents que possible, afin de capturer

la diversité des perspectives sur la fiabilité des notations ESG. Cette diversité est en elle-même un objectif de recherche — l'hypothèse sous-jacente étant que les perceptions varient significativement selon le positionnement institutionnel de l'acteur.

Trois entretiens ont été menés dans le cadre de ce mémoire, avec des interviewés représentant trois types d'acteurs distincts des marchés financiers européens. Le premier entretien a été réalisé avec une représentante de l'autorité belge des marchés financiers, la FSMA, spécialisée dans le contrôle de l'information réglementée des sociétés cotées et plus spécifiquement de l'information durabilité. Ce profil apporte une perspective réglementaire et institutionnelle, celle d'un acteur chargé de surveiller la transparence et la cohérence des informations ESG publiées par les entreprises cotées belges.

Le deuxième entretien a été réalisé avec une chargée de recherche ISR au sein de Financité, une ONG belge spécialisée dans l'analyse des produits d'investissement socialement responsables disponibles sur le marché belge. Ce profil apporte une perspective critique et indépendante, celle d'un acteur dont la mission est précisément d'évaluer la qualité réelle des produits se disant durables, sans lien commercial avec les acteurs du secteur financier.

Le troisième entretien a été réalisé avec un responsable commercial senior au sein d'un grand gestionnaire d'actifs européen — en charge du développement des produits et de la relation avec les clients institutionnels belges. Ce profil apporte une perspective de marché — celle d'un acteur qui intègre quotidiennement les notations ESG dans la conception et la commercialisation de produits financiers durables.

Ces trois profils couvrent trois positionnements institutionnels complémentaires — le régulateur, la société civile et l'industrie financière — et permettent d'explorer la question de la fiabilité des notations ESG depuis des angles de vue très différents. Il convient néanmoins de reconnaître les limites de cet échantillon. Trois entretiens constituent un nombre restreint — insuffisant pour prétendre à une quelconque représentativité statistique, et potentiellement insuffisant pour atteindre la saturation théorique au sens strict du terme. Cette limite est inhérente aux contraintes d'un mémoire de master — notamment en termes de temps disponible et d'accès aux interviewés — et sera discutée plus en détail dans la conclusion.

Déroulement des entretiens

Les entretiens ont été menés entre avril et mai 2026, par visioconférence ou en présentiel selon les disponibilités et les préférences des interviewés. Leur durée a varié entre vingt-cinq et quarante minutes. Chaque entretien a été enregistré avec l'accord explicite de l'interviewé, puis retranscrit intégralement pour permettre une analyse thématique rigoureuse du contenu.

En début d'entretien, une présentation standardisée a été faite à chaque interviewé — expliquant le contexte du mémoire, la problématique étudiée, les modalités de confidentialité et d'anonymisation des données, et le déroulement prévu de l'échange. Cette présentation visait à créer un cadre de confiance propice à l'expression libre et à prévenir tout malentendu sur l'usage qui serait fait des informations recueillies. Tous les interviewés ont été informés que leurs noms et organisations ne seraient pas cités dans le mémoire — et que leurs propos seraient présentés de façon anonymisée, en référence à leur profil institutionnel plutôt qu'à leur identité personnelle.

3.4. Méthode d'analyse

Les données recueillies à travers les entretiens ont été analysées selon une méthode d'analyse thématique du contenu. Cette méthode est particulièrement adaptée à l'objet de cette recherche — elle permet d'identifier, d'organiser et d'interpréter les thèmes récurrents dans les discours des interviewés, en les mettant en relation avec les questions de recherche et les cadres théoriques mobilisés.

L'analyse thématique a été conduite en plusieurs étapes. Dans un premier temps, une lecture flottante des retranscriptions a permis de s'imprégner du contenu global des entretiens et d'identifier les premiers axes thématiques. Dans un second temps, un codage thématique plus systématique a été réalisé — en rattachant chaque segment de discours à un ou plusieurs thèmes prédéfinis issus du guide d'entretien, ou à des thèmes émergents apparus de façon inattendue dans les entretiens. Dans un troisième temps, les thèmes ont été organisés en catégories analytiques plus larges — correspondant aux quatre sections de la Partie 4 — et les convergences et divergences entre les témoignages des différents interviewés ont été systématiquement identifiées.

La triangulation constitue le deuxième pilier de la méthode d'analyse. Les résultats des entretiens ont été systématiquement confrontés aux conclusions de la revue de littérature et aux cadres théoriques mobilisés dans la Partie 2 — afin d'identifier ce que les entretiens confirment, ce qu'ils nuancent et ce qu'ils apportent de nouveau par rapport à la littérature existante. Cette triangulation entre données primaires et secondaires renforce la validité interne de l'analyse — en réduisant le risque d'interprétations trop subjectives ou trop dépendantes d'un seul angle de vue.

Il convient enfin de mentionner les précautions prises pour assurer la qualité et la rigueur de cette démarche qualitative. Les biais potentiels liés à la position du chercheur — étudiante en stage dans une entreprise cotée, ce qui peut influencer les perceptions et les interprétations — ont été pris en compte et discutés dans la mesure du possible. La diversité des profils interrogés constitue également une garantie partielle contre les biais de confirmation — en exposant la recherche à des perspectives potentiellement contradictoires plutôt qu'en cherchant à confirmer une hypothèse préexistante.

4. Résultats et discussions

4.1. Les notations ESG : un outil utile mais imparfait

Ce que révèlent les entretiens sur l'usage réel des notations

Le premier constat qui ressort de manière unanime des trois entretiens est simple : personne n'utilise les notations ESG telles quelles. Chaque acteur, à sa façon, les retraite, les nuance ou les complète avant de leur accorder une quelconque valeur décisionnelle. Ce constat est en lui-même révélateur. Si les notations ESG étaient véritablement fiables et standardisées, les professionnels n'auraient pas besoin de les retravailler aussi systématiquement. Le fait qu'ils le fassent — et qu'ils y consacrent des ressources considérables — dit beaucoup sur la perception réelle qu'ils en ont.

Du côté des gestionnaires d'actifs, le témoignage est particulièrement éclairant. Le représentant d'un grand gestionnaire d'actifs européen explique que son organisation a développé son propre système de notation interne : *"On a repris les données de sociétés de rating, mais on les a retraitées, on les a normalisées, on a fait aussi un travail mathématique de façon à ce que ce soit normé, comparable."* Ce n'est donc pas le score brut d'une agence qui guide les décisions d'investissement, mais une donnée retraitée, ajustée et contextualisée par des équipes dédiées. Ce travail de retraitement mobilise pas moins de trente personnes travaillant à plein temps dans un centre de durabilité dédié, auxquelles s'ajoutent des outils technologiques spécialisés et des prestataires externes fournissant des données complémentaires. C'est un investissement financier et humain considérable — et un aveu implicite que les notations brutes des agences ne sont pas suffisamment fiables, comparables ou contextualisées pour être utilisées directement dans les décisions d'investissement.

Ce constat n'est pas anodin. Il signifie que la fiabilité des notations ESG telles que produites par les agences est jugée insuffisante par l'un des acteurs les plus importants du marché. Et si un gestionnaire de cette envergure juge nécessaire de développer sa propre méthodologie interne, on peut légitimement s'interroger sur ce que font les acteurs moins bien dotés en ressources — et sur la qualité de leurs décisions d'investissement ESG en l'absence de tels outils.

Du côté du régulateur, le constat est différent mais tout aussi nuancé. Une représentante de l'autorité belge des marchés financiers explique que les notations ESG ne font pas partie des informations réglementées que les sociétés cotées sont obligées de publier dans leurs rapports annuels. *"Les notations ESG n'apparaissent pas comme indicateurs dans les réglementations actuelles."* Elles ne sont donc pas contrôlées au même titre que les informations financières — leur présence dans les rapports est optionnelle, et leur contenu n'est pas vérifié par le régulateur. Ce qui intéresse la FSMA, c'est avant tout la transparence : si une société choisit de mentionner sa notation ESG, elle doit le faire de façon cohérente et non trompeuse — en mentionnant l'ensemble de ses scores, pas seulement le plus favorable. C'est une réponse directe au phénomène de rating shopping, mais qui reste limitée : elle encadre la communication des entreprises sans pour autant garantir la fiabilité des notations elles-mêmes.

Du côté de la société civile, la représentante d'une ONG spécialisée dans l'analyse des fonds ISR belges va plus loin dans la critique. Son organisation a carrément arrêté d'analyser les notations ESG dans ses rapports annuels. La raison invoquée est sans appel : *"Il y a une multiplication de ces agences sur le marché que on n'y arrive plus, et les méthodologies utilisées sont aussi toutes complètement différentes."* Ce n'est pas un manque de volonté ou de compétence — c'est un constat d'impossibilité pratique face à la complexité et à l'hétérogénéité croissante du secteur. Financité préfère désormais analyser directement la composition des portefeuilles des fonds durables, et les résultats sont éloquents : selon son rapport ISR 2025, à peine 6 % des fonds Article 9 — pourtant les plus exigeants de la réglementation européenne — répondent pleinement aux critères de durabilité définis par l'organisation. De nombreux fonds labellisés durables continuent en parallèle de financer des activités contraires aux critères ESG, incluant les énergies fossiles, l'armement et des activités climaticides (Financité, 2025).

La divergence entre agences vécue comme un frein structurel

Ces trois témoignages convergent vers un même diagnostic : la divergence entre agences ESG n'est pas un détail technique, c'est un problème structurel qui affecte concrètement l'usage des notations. Le gestionnaire d'actifs l'explique avec une clarté particulière : comparer les scores de deux entreprises sans tenir compte de leur secteur d'activité, de leur région géographique ou de leur niveau de maturité ESG n'a aucun sens. *"Il faut pouvoir bien comprendre les différences entre secteurs et entre régions pour faire la part des choses."* Une entreprise industrielle basée au Japon ne peut pas être évaluée avec les mêmes critères qu'une société de services basée en Europe du Nord — les niveaux de développement, les sensibilités culturelles et les cadres réglementaires locaux sont trop différents.

Ce constat rejoint directement ce que la littérature académique documentait déjà. Berg, Kölbel et Rigobon (2022) avaient montré que la corrélation moyenne entre les scores de différentes agences n'atteignait que 0,54. Ce que les entretiens et les rapports de terrain ajoutent à ces constats académiques, c'est leur dimension vécue et concrète. L'étude ERSIS 2025 de Forum Ethibel illustre cette divergence de façon particulièrement frappante à travers l'analyse des scores ESG de douze grandes entreprises de réseaux sociaux auprès de quatre agences différentes — MSCI, Sustainalytics, S&P et ESGbook. Les résultats sont saisissants : aucune agence n'attribue systématiquement un score supérieur ou inférieur aux autres, et les divergences sont parfois spectaculaires. Meta obtient un score de 58 sur 100 chez ESGbook mais est classée "retardataire" chez MSCI. Pinterest est jugée "à faible risque" par Sustainalytics mais reçoit un score moyen chez les trois autres agences. Ce n'est pas un cas isolé — c'est le reflet d'une réalité structurelle que Forum Ethibel résume ainsi : *"les différences de méthodologie conduisent à des évaluations divergentes"* et plaident *"en faveur d'une approche combinée, soit en rassemblant les informations issues de plusieurs fournisseurs de données, soit en menant des recherches complémentaires en interne"* (Brassinne de La Buissière et al., 2025).

Les professionnels ne subissent pas passivement cette divergence — ils développent des stratégies actives pour la contourner. Mais ces stratégies ont un coût en ressources humaines, en outils technologiques et en temps qui n'est accessible qu'aux grands acteurs disposant de moyens suffisants. Pour les investisseurs plus petits ou moins sophistiqués, la divergence reste un obstacle difficile à surmonter.

Les limites de l'usage actuel des notations

Au-delà de la divergence entre agences, les entretiens et les rapports de terrain révèlent d'autres limites importantes. La première concerne la dimension temporelle. Les notations ESG sont des photographies à un instant donné — elles ne capturent pas nécessairement la trajectoire d'une entreprise ni sa capacité à s'améliorer dans le temps. Le gestionnaire d'actifs insiste sur l'importance du dialogue avec les entreprises dans lesquelles son organisation investit, notamment les petites et moyennes entreprises qui ont moins de ressources pour améliorer leurs pratiques ESG. Cette dimension d'accompagnement et d'engagement actionnarial est totalement absente des notations produites par les agences.

La deuxième limite concerne la couverture sectorielle et géographique. Le régulateur mentionne que dans le contexte de la directive Omnibus, qui réduit le périmètre des sociétés soumises à la CSRD, moins d'informations publiques seront disponibles sur les entreprises de taille intermédiaire. Le rapport ISR 2025 de Financité pointe d'ailleurs explicitement ce risque, soulignant que la simplification réglementaire pourrait *"miner la crédibilité du cadre européen de finance durable"* en réduisant les obligations de transparence pour un grand nombre d'entreprises (Financité, 2025).

La troisième limite est peut-être la plus préoccupante. Une étude coordonnée par Voxeurop et European Investigative Collaborations en 2024, citée dans le rapport ISR 2025 de Financité, révèle que près de 20 % des fonds "verts" sont mal étiquetés, finançant certaines des plus grandes entreprises émettrices de carbone. Ces fonds affichent des objectifs de durabilité tout en investissant dans des secteurs polluants. Ce constat suggère que les notations ESG, quelle que soit leur sophistication apparente, ne garantissent pas l'exclusion des entreprises les moins vertueuses des portefeuilles se disant durables.

4.2. Le lien perçu entre notation ESG et solidité financière

Les acteurs font-ils vraiment le lien ?

C'est la question centrale de ce mémoire. Et la réponse qui ressort des entretiens est tout sauf tranchée. Oui, un lien est fait. Mais il est partiel, souvent indirect, et profondément dépendant du profil de l'acteur qui l'établit. Aucun des trois interviewés ne nie l'existence de ce lien. Mais aucun ne le présente non plus comme évident ou suffisamment robuste pour guider seul une décision d'investissement.

Ce constat est en lui-même significatif. Il suggère que la question de la fiabilité des notations ESG comme indicateurs de solidité financière ne se pose pas de la même façon selon que l'on est régulateur, gestionnaire d'actifs ou représentant de la société civile. Chaque profil développe sa propre lecture — avec ses propres outils, ses propres biais et ses propres angles morts.

Le gestionnaire d'actifs : un lien intégré mais contextualisé

Du côté du gestionnaire d'actifs, la réponse est la plus affirmative. Il confirme que l'analyse ESG fonctionne en parallèle de l'analyse financière au sein de son organisation. *"Tout comme on a une analyse financière fondamentale, on a une analyse ESG fondamentale aussi."* Chaque analyste financier sectoriel a son pendant ESG sectoriel. Les deux travaillent

ensemble pour construire une vision complète des émetteurs. Ils se complètent — l'analyste financier apportant sa lecture des risques économiques, l'analyste ESG apportant celle des risques extra-financiers qui peuvent affecter la valeur à long terme.

Cette organisation dit quelque chose d'important. L'ESG n'est pas traité comme un supplément d'âme ou une contrainte réglementaire — il est intégré comme une composante à part entière de l'analyse du risque. Un mauvais score ESG n'est pas seulement un signal éthique. C'est potentiellement un signal de risque financier futur, lié à des expositions réglementaires, à des risques de réputation ou à des vulnérabilités opérationnelles que les métriques financières traditionnelles ne capturent pas toujours bien.

Mais cette intégration n'est pas sans nuances. Le gestionnaire souligne que l'intérêt des investisseurs se concentre très nettement sur la dimension environnementale de l'ESG, au détriment du social et de la gouvernance. *"Il est beaucoup plus facile à établir sur la partie environnementale que sur une partie gouvernance, par exemple."* Ce déséquilibre n'est pas anodin. Il signifie que le lien entre ESG et solidité financière est perçu de façon beaucoup plus directe pour les risques environnementaux — émissions de CO₂, exposition aux risques climatiques, politique énergétique — que pour des critères de gouvernance ou sociaux, dont la matérialité financière est plus difficile à démontrer. L'étude ERSIS 2025 de Forum Ethibel confirme ce constat à l'échelle du marché belge : les fonds thématiques environnementaux restent largement dominants, tandis que les stratégies axées sur la gouvernance ou le social restent marginales (Brassinne de La Buissière et al., 2025).

Le gestionnaire insiste par ailleurs sur une dimension souvent négligée : l'importance de l'engagement actionnarial. *"Si on n'investit pas, il ne va pas y avoir de dialogue."* L'idée est simple mais puissante. Investir dans une entreprise, y compris une entreprise dont les pratiques ESG sont perfectibles, crée une relation qui permet d'exercer une pression positive sur ses comportements. Ne pas investir dans les entreprises mal notées ESG revient à se priver de ce levier d'influence. C'est une vision pragmatique et dynamique du lien entre ESG et performance financière — qui s'oppose à une lecture purement statique des notations.

Le régulateur : un lien reconnu, mais ciblé sur les risques matériels

Du côté du régulateur, le lien entre ESG et solidité financière est reconnu — mais de façon plus sélective. La représentante de la FSMA confirme que les risques ESG sont intégrés dans le modèle de sélection des sociétés à contrôler, en combinaison avec des indicateurs financiers traditionnels. *"Les risques financiers sont liés aussi aux risques de durabilité dans une certaine mesure."* Cette formulation prudente est révélatrice. Le lien existe, il est reconnu, mais il n'est pas automatique.

Ce qui retient l'attention du régulateur, c'est avant tout la matérialité financière des risques ESG. Le risque climatique est cité comme l'exemple le plus évident. Les sociétés fortement exposées aux risques physiques liés au changement climatique sont considérées comme présentant un risque financier plus élevé que ne le laissent supposer leurs métriques traditionnelles. C'est une vision cohérente avec ce que Caporale, Sova et Sova (2025) documentaient pour le secteur bancaire européen.

Le régulateur adopte une approche ciblée. Ce n'est pas le niveau absolu du score qui retient son attention — c'est sa variabilité dans le temps. Une forte détérioration du score ESG d'une société d'une année à l'autre est interprétée comme un signal d'alerte potentiel. C'est une utilisation sophistiquée et prudente des notations — qui reconnaît leur valeur comme signal tout en se prémunissant contre les biais de leur mesure absolue.

La société civile : un scepticisme fondamental

Du côté de la société civile, la réponse est la plus sceptique. La représentante de l'ONG exprime un doute fondamental : *"Le rendement financier reste la priorité number one."* L'ESG n'est pleinement valorisé que lorsqu'il ne coûte rien en termes de performance financière. Dès lors que les fonds durables sont moins performants que les fonds classiques, la priorité revient inexorablement à la rentabilité pure.

Ce scepticisme est documenté par les données. Selon le baromètre ING Belgique 2024, cité dans le rapport ISR 2025 de Financité, seulement 9 % des investisseurs belges sont prêts à accepter un rendement inférieur pour investir durablement. Plus significatif encore : 61 % souhaitent obtenir un rendement équivalent à celui des autres investissements avant de s'orienter vers des fonds durables (Financité, 2025). Ces chiffres confirment ce que l'interviewée exprimait en entretien — le lien entre ESG et solidité financière reste perçu comme probable mais non démontré de façon suffisamment robuste pour supplanter le critère de la performance.

La représentante de l'ONG apporte également un point de vue original sur la dynamique temporelle. Elle suggère que l'enthousiasme pour l'ESG a été en partie alimenté par une conjoncture favorable — une période durant laquelle les fonds durables étaient aussi performants que les fonds classiques. *"Je pense que peut-être à un moment donné on s'est dit que ça va être source de fiabilité sur le long terme."* Mais dans un contexte de marché moins favorable, la priorité revient rapidement au rendement. L'étude ERSIS 2025 confirme cette tendance à l'échelle du marché belge : malgré une augmentation des volumes totaux investis durablement, le ratio durable sur non durable a baissé en 2024, suggérant que la croissance de l'investissement durable progresse moins vite que celle du marché global (Brassinne de La Buissière et al., 2025).

Des nuances selon le profil de l'acteur

Ce qui ressort avec clarté des trois entretiens, c'est que le lien entre ESG et solidité financière est perçu de façon radicalement différente selon le profil institutionnel de l'acteur. Le gestionnaire d'actifs, exposé quotidiennement à l'analyse des risques, fait ce lien de façon naturelle et systématique. Le régulateur le fait de façon sélective, en ciblant les risques les plus matériels. La société civile reste la plus sceptique — et la plus critique sur l'écart entre les discours et les pratiques réelles.

Cette hétérogénéité de perceptions est en elle-même un résultat important. Elle suggère que la question de la fiabilité des notations ESG comme indicateurs de solidité financière ne peut pas recevoir de réponse universelle. Elle dépend du contexte institutionnel dans lequel l'acteur évolue, de ses objectifs et de sa relation aux marchés financiers.

4.3. Facteurs qui renforcent ou fragilisent la confiance dans les notations ESG

La réglementation européenne : entre avancées réelles et limites persistantes

La réglementation européenne est le facteur le plus unanimement cité par les trois interviewés comme ayant contribué à renforcer la confiance dans les notations ESG. Mais leur analyse de son impact est loin d'être homogène.

Du côté du régulateur, la nouvelle réglementation sur les fournisseurs de notation ESG — qui entre en vigueur en juillet de cette année — est présentée comme une étape structurante. Pour la première fois, les agences seront soumises à des exigences formelles de transparence méthodologique. *"Avant, les providers n'étaient pas obligés d'expliquer la méthodologie sur leur site qu'ils utilisaient."* C'est une avancée réelle. Mais le régulateur reste prudent sur sa portée. Il ne s'agit pas d'une standardisation des méthodologies — chaque agence pourra continuer à utiliser sa propre approche. La divergence persistera, simplement mieux documentée.

La directive Omnibus introduit par ailleurs un risque supplémentaire. En réduisant le périmètre des sociétés soumises à la CSRD, elle risque de diminuer la base de données disponible pour les agences de notation et d'amplifier les disparités entre grandes et petites entreprises. Le rapport ISR 2025 de Financité pointe ce danger explicitement : la simplification ou l'affaiblissement des régulations *"risquent de miner la crédibilité du cadre européen de finance durable"* (Financité, 2025). Paradoxalement, cette réduction du périmètre réglementaire pourrait même renforcer la dépendance des acteurs financiers envers des agences privées dont la fiabilité est précisément remise en question.

Du côté du gestionnaire d'actifs, la réglementation est saluée comme un cadre nécessaire qui a mis fin aux pratiques les plus problématiques. Il cite les labels belges, français et luxembourgeois — qui, bien avant la SFDR, imposaient déjà des audits indépendants et des vérifications externes. *"La réglementation a fait que c'est problématique de ne pas respecter ce qu'on a écrit."* Décrire sa politique de durabilité et ne pas la respecter est désormais aussi sérieux juridiquement que de ne pas respecter sa politique d'investissement. Il évoque également une simplification réglementaire attendue dans les deux prochaines années pour rendre la SFDR plus pragmatique. *"Ça a été certaines fois assez compliqué de mettre en place des choses sur lesquelles on n'avait pas véritablement d'instructions suffisamment claires."*

Du côté de la société civile, le bilan est plus mitigé. La représentante de l'ONG reconnaît les avancées de la SFDR — mais note que malgré cette réglementation, de nombreux fonds ont continué à se dire durables sans vraiment l'être. Le rapport ISR 2025 de Financité chiffre ce phénomène : selon une étude coordonnée par Voxeurop et European Investigative Collaborations en 2024, près de 20 % des fonds "verts" sont mal étiquetés, finançant certaines des plus grandes entreprises émettrices de carbone (Financité, 2025). La frontière entre ce qui est vraiment durable et ce qui ne l'est que superficiellement reste floue — *"La barrière n'est pas super nette entre les deux."* La réglementation a posé des jalons, mais elle n'a pas fondamentalement changé les incentives des acteurs financiers.

L'étude ERSIS 2025 apporte à cet égard un éclairage chiffré précieux sur le marché belge. Le label Towards Sustainability a reculé de 11 % et le label ISR français de 32 % en 2024, suite au durcissement de leurs critères. Entre 30 % et 50 % des fonds concernés par les nouvelles orientations de l'AEMF sur la dénomination ont dû changer de nom. Ces données illustrent concrètement ce que la FSMA avait décrit en entretien — le marché s'adapte aux exigences réglementaires, mais souvent de façon réactive et minimale plutôt que proactive (Brassinne de La Buissière et al., 2025).

Le greenwashing : une réalité persistante malgré les progrès

Le greenwashing est présent dans les trois entretiens comme une réalité documentée — mais son ampleur et ses causes sont perçues différemment selon les acteurs.

Du côté du gestionnaire d'actifs, la position est défensive mais argumentée. Les grands acteurs ont investi massivement pour éviter le greenwashing — trente personnes dédiées à la durabilité, des outils technologiques spécialisés, des processus de vérification interne. *"Il y a un tel investissement qu'on ne va pas faire du greenwashing."* L'argument est recevable pour les grandes structures. Il ne s'applique pas aux acteurs plus petits, moins exposés médiatiquement et disposant de moins de ressources.

Du côté de la société civile, le bilan est beaucoup plus sévère. Selon le rapport ISR 2025 de Financité, à peine 6 % des fonds Article 9 répondent pleinement aux critères de durabilité définis par l'organisation, et la quasi-totalité des comptes bancaires restent dépourvus de garanties sociales et environnementales fiables (Financité, 2025). Ce constat est d'autant plus préoccupant que les fonds article 9 représentent déjà une infime partie du marché total — environ 6,6 % des fonds durables en Belgique selon l'étude ERSIS 2025 (Brassinne de La Buissière et al., 2025). Autrement dit, même en se concentrant sur le segment le plus exigeant du marché, les résultats restent largement insuffisants.

Du côté du régulateur, l'approche est pragmatique. La FSMA demande aux sociétés cotées qui mentionnent leurs notations ESG de communiquer l'ensemble de leurs scores — pas seulement le meilleur — pour éviter la sélection stratégique de l'agence la plus favorable. C'est une réponse directe au phénomène de rating shopping. Mais elle reste limitée à la communication des entreprises cotées et ne couvre pas l'ensemble des pratiques du marché.

Le contexte géopolitique : un facteur nouveau et déstabilisant

Un facteur inattendu mais particulièrement riche ressort de l'entretien avec le gestionnaire d'actifs : l'impact du contexte géopolitique actuel sur la dynamique ESG. La montée des tensions internationales et le retour en grâce de l'investissement dans la défense créent une tension nouvelle avec les critères ESG traditionnels. *"La priorité, c'est la survie."* Cette phrase résume un dilemme qui dépasse le cadre purement financier.

Le gestionnaire décrit un marché en train de se recomposer autour de cette tension. *"Il y a eu un certain recul du marché, moins de pression pour être vert."* Certains critères d'exclusion traditionnellement associés à l'investissement responsable — notamment l'exclusion des entreprises du secteur de la défense — sont remis en question. Le rapport ISR 2025 de Financité consacre d'ailleurs une section entière à cette question, intitulée "Et le secteur de la

défense dans la finance durable ?", et souligne que cette tentative d'inclusion constitue *"une nouvelle menace pour la finance durable"* (Financité, 2025). L'étude ERSIS 2025 confirme ce débat en cours au niveau européen, rappelant que *"la durabilité est en perpétuelle évolution"* et que les discussions actuelles sur l'armement illustrent les tensions entre critères ESG stricts et impératifs géopolitiques (Brassinne de La Buissière et al., 2025).

Cette évolution a des implications directes pour la fiabilité des notations ESG. Si le référentiel de ce qui est considéré comme durable évolue en fonction du contexte géopolitique — et si les méthodologies des agences ne s'adaptent pas suffisamment vite — les notations risquent de perdre en pertinence. Ce n'est pas un problème de mesure. C'est un problème de définition. Et c'est un problème que ni la réglementation ni la standardisation ne peuvent résoudre seuls.

L'éducation des investisseurs : un facteur souvent négligé

Un dernier facteur ressort de l'entretien avec le gestionnaire d'actifs — l'importance de l'éducation des investisseurs comme condition préalable à une utilisation éclairée des notations ESG. Le marché présente une compréhension de l'ESG très variable selon le profil de l'investisseur. Pour le grand public, les concepts restent abstraits. C'est pourquoi son organisation préfère parler de fonds thématiques concrets — eau, recyclage, énergies renouvelables — pour rendre l'ESG plus tangible. *"C'est beaucoup plus facile de comprendre quand on va investir dans l'eau."* Pour les investisseurs plus sophistiqués, il est possible d'aller beaucoup plus loin dans l'explication des méthodologies.

Cette hétérogénéité dans la compréhension de l'ESG a des implications directes sur la fiabilité perçue des notations. Un investisseur qui ne comprend pas ce que mesure une notation ESG ne peut pas évaluer sa fiabilité. Il fait confiance par défaut ou se méfie par défaut — sans fondement rationnel. Dans les deux cas, la notation ne remplit pas pleinement son rôle d'outil d'aide à la décision. Le rapport ISR 2025 de Financité souligne d'ailleurs que *"la complexité persistante du reporting complique la comparabilité et l'évaluation des impacts réels"*, ce qui nuit directement à la compréhension des investisseurs particuliers (Financité, 2025).

4.4. Discussion générale : confrontation des résultats à la littérature

Ce que les entretiens et les rapports confirment

La première chose que les entretiens et les rapports de terrain confirment, c'est la robustesse de certains constats académiques. Les voir se matérialiser dans les témoignages de professionnels aux profils très différents — un régulateur, un gestionnaire d'actifs, une représentante d'ONG — et dans des données chiffrées récentes portant sur le marché belge leur confère une validité supplémentaire.

Le constat le plus unanimement confirmé est celui de la divergence structurelle entre agences. Berg, Kölbel et Rigobon (2022) avaient montré que cette divergence tenait principalement à des désaccords d'interprétation. Les entretiens le confirment. Le gestionnaire d'actifs explique qu'elle est inévitable parce que les contextes sectoriels et géographiques sont trop différents pour être capturés par une méthodologie unique. Le régulateur confirme que même avec la nouvelle réglementation, la divergence persistera. La représentante de l'ONG confirme qu'elle a rendu impossible une analyse rigoureuse des notations ESG dans ses rapports. L'étude

ERSIS 2025 l'illustre concrètement avec les scores des entreprises de réseaux sociaux — aucune agence n'attribuant systématiquement un score supérieur ou inférieur aux autres (Brassinne de La Buissière et al., 2025). Trois perspectives différentes, trois confirmations du même diagnostic.

Le deuxième constat confirmé concerne la motivation réelle des acteurs financiers. Kräussl, Oladiran et Stefanova (2024) avaient documenté que l'intégration des critères ESG était souvent davantage motivée par la conformité réglementaire que par une conviction profonde. Les entretiens confirment cette analyse. La représentante de l'ONG le dit sans détour : *"Le rendement financier reste la priorité number one."* Le baromètre ING Belgique 2024 le chiffre : 9 % seulement des investisseurs belges acceptent un rendement inférieur pour investir durablement (Financité, 2025).

Le troisième constat confirmé concerne le greenwashing. Dempere, Alamash et Mattos (2024) avaient montré qu'il était répandu et facilité par les lacunes du système de notation. Le rapport ISR 2025 de Financité le documente sur le marché belge avec une précision que les études académiques n'offraient pas encore : 6 % seulement des fonds Article 9 répondent pleinement aux critères de durabilité définis par l'organisation, et près de 20 % des fonds "verts" sont mal étiquetés selon une étude européenne récente (Financité, 2025).

Ce que les entretiens et les rapports nuancent et enrichissent

Les entretiens et les rapports de terrain apportent aussi des nuances importantes que la littérature ne capturerait pas pleinement.

La première concerne l'hétérogénéité des perceptions selon les profils d'acteurs. La littérature académique traite souvent les "investisseurs" comme une catégorie homogène — ce qui masque des différences profondes. Les entretiens révèlent que cette hétérogénéité est fondamentale. Le gestionnaire d'actifs, le régulateur et la représentante de l'ONG ne regardent pas les notations ESG avec les mêmes yeux, ne les utilisent pas avec les mêmes outils et ne leur font pas confiance pour les mêmes raisons.

La deuxième nuance concerne le rôle central de l'engagement actionnarial. La littérature s'est principalement intéressée aux notations ESG comme outils de sélection et d'exclusion. Le gestionnaire d'actifs met en avant une dimension différente : l'investissement ESG comme levier d'influence sur les comportements des entreprises. *"Si on n'investit pas, il ne va pas y avoir de dialogue."* Cette vision dynamique est peu capturée par les études empiriques existantes.

La troisième nuance, et sans doute la plus originale, concerne l'impact du contexte géopolitique. C'est un angle absent de la littérature académique mobilisée dans ce mémoire. Pourtant, le rapport ISR 2025 de Financité lui consacre une section entière, et le gestionnaire d'actifs en fait l'un des points centraux de son témoignage. La montée des tensions géopolitiques et le retour en grâce de l'investissement dans la défense modifient en profondeur les équilibres entre les différentes composantes de l'ESG — et fragilisent la cohérence des notations qui ne s'adaptent pas assez vite à ces évolutions (Financité, 2025 ; Brassinne de La Buissière et al., 2025).

La quatrième nuance concerne l'importance de l'éducation financière. Le gestionnaire d'actifs et la représentante de l'ONG soulignent tous deux que l'accès à des notations ESG fiables ne suffit pas — encore faut-il que les investisseurs soient capables de les interpréter. Sans cette compétence minimale, la fiabilité d'une notation ESG est sans objet.

Retour sur les cadres théoriques

Les résultats permettent de revenir sur les cadres théoriques de la Partie 2 et d'évaluer leur pertinence à la lumière des témoignages et des données recueillis.

La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) trouve une illustration particulièrement éclairante. L'asymétrie d'information entre les entreprises et leurs investisseurs reste très présente. Le gestionnaire d'actifs a développé sa propre méthodologie interne précisément pour réduire cette asymétrie. Le régulateur tente de la corriger en imposant plus de transparence. La représentante de l'ONG la contourne en analysant directement les portefeuilles. Trois réponses différentes au même problème — ce qui illustre bien sa persistance et sa profondeur.

La signaling theory de Spence (1973) est aussi bien illustrée, et particulièrement par ses limites. Les données de Financité le montrent clairement : des fonds article 9 — censés envoyer le signal le plus fort en matière de durabilité — contiennent encore des entreprises profondément problématiques. Un signal trop peu coûteux à imiter perd sa valeur informative. C'est exactement ce que le rapport ISR 2025 documente (Financité, 2025).

La théorie de la légitimité de Suchman (1995) trouve peut-être sa résonance la plus forte. La représentante de l'ONG décrit explicitement des comportements de légitimation minimale — des fonds qui se parent de labels ESG non pour transformer leurs pratiques, mais pour répondre aux attentes des clients et des régulateurs. La vague de renomination forcée de fonds suite aux nouvelles orientations de l'AEMF — entre 30 % et 50 % des fonds concernés selon les estimations — en est l'illustration la plus concrète (Brassinne de La Buisnière et al., 2025).

L'hypothèse des marchés efficients de Fama (1970), enfin, est mise à l'épreuve. Le fait que le gestionnaire d'actifs développe sa propre méthodologie interne suggère que les marchés n'intègrent pas parfaitement les informations ESG. Le régulateur confirme que les marchés sous-estiment au moins partiellement certains risques ESG. Ces observations rejoignent les conclusions d'Aevoae, Andries, Ongena et Sprincean (2022).

Réponse nuancée à la problématique

Au terme de cette analyse croisée des résultats empiriques, des données de terrain et de la littérature académique, quelle réponse peut-on apporter à la question centrale de ce mémoire?

Les notations ESG sont perçues comme des outils utiles mais structurellement imparfaits. Leur fiabilité comme indicateurs de solidité financière est reconnue de façon partielle et conditionnelle — jamais absolue. Elles constituent un point de départ, un signal d'alerte ou un outil de comparaison que chaque acteur traite, contextualise et complète à sa façon. Elles ne sont ni pleinement fiables ni totalement inutiles.

Trois conclusions principales se dégagent. La fiabilité perçue des notations ESG est partielle et conditionnelle — elle dépend de la dimension ESG considérée, du secteur et de la région géographique, et du profil de l'acteur qui les utilise. La confiance dans les notations est fortement tributaire du cadre réglementaire — qui progresse mais reste fragilisé par des évolutions comme l'Omnibus. Et la fiabilité perçue est profondément dépendante du contexte — géopolitique, institutionnel et éducatif — dans lequel les notations sont utilisées.

Ces trois conclusions convergent vers un même message : améliorer la fiabilité des notations ESG ne peut pas se résumer à améliorer les méthodologies des agences ou à renforcer la réglementation. C'est un défi systémique — qui implique simultanément une meilleure standardisation des données, un cadre réglementaire plus robuste, une éducation financière renforcée et une adaptation permanente aux évolutions du contexte. C'est un chantier de long terme — et c'est précisément ce que les acteurs interrogés dans ce mémoire semblent avoir compris, chacun à sa façon.

Conclusion

Synthèse des résultats

Ce mémoire est parti d'un constat simple mais dérangeant : les notations ESG, présentées comme des outils incontournables de l'investissement responsable, divergent de façon spectaculaire selon les agences qui les produisent. Une même entreprise peut recevoir un excellent score chez l'une et un score médiocre chez l'autre. Dans ce contexte, la question de leur fiabilité comme indicateurs de solidité financière s'imposait naturellement — et c'est cette question que ce mémoire a cherché à explorer, non pas de façon abstraite ou statistique, mais à travers le regard concret des professionnels qui utilisent ces outils au quotidien.

La revue de littérature a d'abord permis de documenter l'ampleur du phénomène. La divergence entre agences ESG est structurelle — elle tient à des désaccords profonds sur ce qu'il faut mesurer, comment le mesurer et quelle pondération accorder à chaque dimension. Berg, Kölbel et Rigobon (2022) avaient montré que la corrélation moyenne entre les scores de différentes agences n'atteignait que 0,54 — un niveau très inférieur à celui observé pour les agences de notation financière traditionnelles. La littérature avait également documenté l'existence d'un lien entre performance ESG et solidité financière — mais un lien partiel, conditionnel et difficile à établir de façon causale, notamment en raison de la qualité insuffisante des données ESG utilisées dans les études empiriques.

Les entretiens menés dans le cadre de ce mémoire ont confirmé et enrichi ces constats académiques. Trois résultats principaux se dégagent de l'analyse qualitative.

Le premier résultat est que personne n'utilise les notations ESG telles quelles. Le gestionnaire d'actifs retraite et normalise les données des agences pour les rendre comparables entre secteurs et entre régions. Le régulateur les utilise comme signal d'alerte en surveillant leur variabilité dans le temps plutôt que leur niveau absolu. La représentante de l'ONG a carrément renoncé à les analyser — faute de pouvoir démêler la complexité et l'hétérogénéité des méthodologies. Ce constat unanime est en lui-même révélateur : si les notations ESG étaient véritablement fiables et standardisées, les professionnels n'auraient pas besoin de les retravailler aussi systématiquement.

Le deuxième résultat est que le lien entre notation ESG et solidité financière est perçu de façon très différente selon le profil de l'acteur. Le gestionnaire d'actifs fait ce lien de façon systématique et intégrée — il a organisé ses équipes pour que l'analyse ESG fonctionne en parallèle de l'analyse financière. Le régulateur le fait de façon sélective — en ciblant les risques ESG les plus matériels financièrement, notamment les risques climatiques. La représentante de l'ONG reste la plus sceptique — estimant que le rendement financier demeure la priorité réelle des investisseurs, et que l'ESG n'est valorisé que lorsqu'il ne coûte rien en termes de performance. Cette hétérogénéité de perceptions est un résultat important — elle suggère qu'il n'existe pas de réponse universelle à la question de la fiabilité des notations ESG, mais des réponses situées, contextualisées et dépendantes du positionnement institutionnel de l'acteur.

Le troisième résultat concerne les facteurs qui renforcent ou fragilisent la confiance dans les notations ESG. La réglementation européenne, SFDR, CSRD, taxonomie, et la nouvelle réglementation sur les fournisseurs de notation, est unanimement saluée comme une avancée réelle. Mais elle n'a pas résolu les problèmes fondamentaux de divergence méthodologique et de greenwashing. Le contexte géopolitique actuel introduit une nouvelle source d'instabilité — en remettant en question certains critères d'exclusion traditionnels et en modifiant les priorités des investisseurs. Et l'éducation financière reste un préalable indispensable à une utilisation éclairée des notations ESG — sans laquelle leur fiabilité perçue restera toujours limitée par l'incapacité des investisseurs à les interpréter correctement.

Réponse à la problématique

Dans quelle mesure les notations ESG sont-elles perçues comme un indicateur fiable de la solidité financière des entreprises cotées par les acteurs des marchés financiers européens ?

La réponse que ce mémoire apporte est la suivante : les notations ESG sont perçues comme des outils utiles mais structurellement imparfaits, dont la fiabilité comme indicateurs de solidité financière est reconnue de façon partielle et conditionnelle, mais jamais absolue. Elles constituent un point de départ, un signal d'alerte ou un outil de comparaison que chaque acteur traite, contextualise et complète à sa façon. Elles ne sont ni pleinement fiables ni totalement inutiles. Elles occupent une position intermédiaire — celle d'outils incontournables mais perfectibles, dont la valeur informationnelle dépend autant de la qualité de leur production que de la compétence de ceux qui les utilisent.

Cette réponse nuancée n'est pas un aveu d'échec, c'est le reflet d'une réalité complexe. Les marchés financiers sont des systèmes d'une grande sophistication, dans lesquels aucun indicateur ne peut prétendre capturer seul l'ensemble des dimensions pertinentes du risque. Les notations ESG ne font pas exception à cette règle et leur valeur réside moins dans leur prétendue objectivité que dans leur capacité à enrichir et à compléter d'autres formes d'analyse.

Apports pour les praticiens et les régulateurs

Ce mémoire apporte plusieurs enseignements pratiques pour les différents acteurs concernés.

Pour les **régulateurs européens**, les résultats suggèrent que la priorité devrait être donnée non pas à la standardisation complète des méthodologies — qui risquerait de réduire la diversité utile des approches — mais à l'amélioration de la transparence et de la comparabilité des scores. La nouvelle réglementation sur les fournisseurs de notation ESG, qui entre en vigueur en juillet de cette année, va dans le bon sens. Mais elle devra être complétée par des mécanismes de vérification plus robustes, notamment pour s'assurer que les entreprises cotées ne sélectionnent pas stratégiquement les notations qu'elles communiquent. La question de l'impact de la directive Omnibus sur la disponibilité des données ESG mérite également une attention particulière: le risque d'un recul de la transparence ne doit pas être sous-estimé.

Pour les **gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels**, les résultats confirment l'importance de développer des capacités d'analyse interne plutôt que de déléguer entièrement le jugement ESG aux agences de notation. Les grands acteurs ont déjà pris ce chemin, mais

les acteurs plus petits, qui disposent de moins de ressources, risquent de rester dépendants de scores dont la fiabilité est insuffisante. Des solutions mutualisées — comme des consortiums d'analyse ESG partagés entre plusieurs gestionnaires de taille intermédiaire — pourraient constituer une piste intéressante pour démocratiser l'accès à une analyse ESG de qualité.

Pour les **régulateurs et les acteurs de l'éducation financière**, les résultats soulignent l'importance de renforcer la compréhension de l'ESG par le grand public et par les investisseurs moins sophistiqués. Sans cette éducation de base, la fiabilité des notations ESG restera toujours limitée par l'incapacité des utilisateurs finaux à les interpréter correctement et à en évaluer les limites. Des initiatives pédagogiques accessibles — comme celles développées par des organisations comme Financité — méritent d'être soutenues et amplifiées.

Limites de l'étude

Ce mémoire comporte plusieurs limites importantes qu'il convient de reconnaître avec honnêteté.

La première est le **nombre restreint d'entretiens**. Trois entretiens constituent un échantillon très limité, insuffisant pour prétendre à une quelconque représentativité et potentiellement insuffisant pour atteindre la saturation théorique. Des profils importants n'ont pas pu être interrogés, notamment des investisseurs institutionnels comme des fonds de pension ou des compagnies d'assurance, des analystes ESG travaillant directement pour des agences de notation, ou des représentants d'entreprises cotées confrontées aux notations qu'elles reçoivent. Ces profils auraient enrichi et peut-être nuancé les résultats obtenus.

La deuxième limite est le **biais de sélection** inhérent à la démarche d'échantillonnage. Les interviewés ont été contactés principalement via des recommandations et des réseaux professionnels, ce qui favorise les acteurs déjà engagés et sensibilisés aux enjeux ESG. Les professionnels les plus sceptiques ou les plus critiques vis-à-vis de l'ESG sont probablement sous-représentés dans l'échantillon, ce qui peut avoir biaisé les résultats dans le sens d'une perception plus positive des notations ESG que ce qui prévaut dans l'ensemble du marché.

La troisième limite tient au **positionnement du chercheur**. Le fait d'être stagiaire dans une entreprise cotée, Proximus, au moment de la réalisation des entretiens peut avoir influencé la façon dont les interviewés ont répondu aux questions — notamment ceux appartenant au monde de l'entreprise, qui peuvent avoir adapté leurs réponses en fonction de ce contexte. Ce biais potentiel a été pris en compte dans l'analyse, mais ne peut pas être entièrement éliminé.

Pistes de recherche futures

Les résultats de ce mémoire ouvrent plusieurs pistes de recherche qui mériteraient d'être approfondies.

La première concerne l'**impact du contexte géopolitique sur la dynamique ESG**. La montée des tensions internationales et le retour en grâce de l'investissement dans la défense remettent en question certains critères d'exclusion traditionnels — et modifient les équilibres

entre les différentes composantes de l'ESG. Cette évolution, encore peu documentée dans la littérature académique, mérite une attention particulière dans les années à venir.

La deuxième piste concerne les **acteurs moins bien dotés en ressources**. Ce mémoire s'est principalement intéressé aux grands acteurs des marchés financiers européens qui disposent des ressources nécessaires pour développer leurs propres méthodologies internes et pallier les limites des notations des agences. La question de ce que font les acteurs plus petits et des risques que la divergence des notations fait peser sur la qualité de leurs décisions d'investissement mériterait une étude spécifique.

La troisième piste concerne l'**évaluation de l'impact de la nouvelle réglementation** sur les fournisseurs de notation ESG. Entrée en vigueur en juillet de cette année, cette réglementation impose pour la première fois aux agences de rendre leurs méthodologies transparentes. Son impact réel sur la convergence des scores et sur la confiance des acteurs financiers reste à évaluer — et constitue un terrain de recherche prometteur pour les années à venir.

La quatrième piste, enfin, concerne le développement d'**études qualitatives plus larges** sur la perception des notations ESG par les acteurs des marchés financiers européens. Ce mémoire a montré la richesse des données que cette approche permet de recueillir — et l'importance des nuances qu'elle révèle par rapport aux approches purement quantitatives. Des études impliquant un plus grand nombre d'interviewés, une plus grande diversité de profils et une couverture géographique plus large de l'Europe permettraient d'approfondir et de généraliser les résultats obtenus ici.

Bibliographie

Articles académiques

Agosto, A., & Tanda, A. (2025). Divergence and aggregation of ESG ratings: A survey [version 2; peer review: 3 approved]. *Open Research Europe*, 5, 28. <https://doi.org/10.12688/openreseurope.19238.2>

Aevoae, G. M., Andries, A. M., Ongena, S., & Sprincean, N. (2022). *ESG and systemic risk* (Swiss Finance Institute Research Paper Series N°22-25). Swiss Finance Institute. <https://ssrn.com/abstract=4025>

Akin, I., & Akin, M. (2026). Mandated ESG disclosure and its effects on earnings quality and cost of capital: Evidence from European stock markets. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 33, 2196–2209. <https://doi.org/10.1002/csr.70280>

Bax, K., Bonaccolto, G., & Paterlini, S. (2022). *Do lower ESG rated companies have higher systemic impact? Empirical evidence from Europe and the United States* (SSRN Working Paper). <https://ssrn.com/abstract=4147370>

Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2132>

Caporale, G. M., Sova, A. D., & Sova, R. (2025). *Climate risk and financial stability: Some panel evidence for the European banking sector* (CESifo Working Paper No. 11958). <https://ssrn.com/abstract=5327356>

Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597–1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>

Demartini, P., & Pagliei, C. (2023). Can we trust ESG ratings? Some insights based on a bibliometric analysis of ESG data quality and rating reliability. *Management Control*, 2(Special Issue). <https://doi.org/10.3280/MACO2023-002-S1-008>

Dempere, J., Alamash, E., & Mattos, P. (2024). Unveiling the truth: Greenwashing in sustainable finance. *Frontiers in Sustainability*, 5, 1362051. <https://doi.org/10.3389/frsus.2024.1362051>

Dezméri, T., & Nagy, B.-Z. (2025). *From responsibility to resilience: How ESG performance shapes residual credit exposure in the European banking industry* (SSRN Working Paper 5675389). <https://ssrn.com/abstract=5675389>

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020). Divergent ESG ratings. *Journal of Portfolio Management*, 47(1), 75–87. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.47.1.075>

- Egorova, A., Lavrukhina, S., & Karminsky, A. (2024). The impact of ESG indicators on the financial stability of companies. *Procedia Computer Science*, 242, 1226–1234. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2024.08.151>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Gargallo, P., Lample, L., Miguel, J., & Salvador, M. (2025). *ESG and systemic risk in financial networks: High vs. low-rated portfolios in Europe* (SSRN Working Paper 5616560). <https://ssrn.com/abstract=5616560>
- Helfaya, A., Morris, R., & Aboud, A. (2023). Investigating the factors that determine the ESG disclosure practices in Europe. *Sustainability*, 15(6), 5508. <https://doi.org/10.3390/su15065508>
- Hummel, K., & Jobst, D. (2024). An overview of corporate sustainability reporting legislation in the European Union. *Accounting in Europe*, 21(3), 320–355. <https://doi.org/10.1080/17449480.2024.2312145>
- Inderst, R., & Opp, M. (2024). *Sustainable finance versus environmental policy: Does greenwashing justify a taxonomy for sustainable investments?* (SSRN Working Paper No. 4749028). <https://ssrn.com/abstract=4749028>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kordsachia, O., Focke, M., & Velte, P. (2022). Do sustainable institutional investors contribute to firms' environmental performance? Empirical evidence from Europe. *Review of Managerial Science*, 16, 1409–1436. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00484-7>
- Kräussl, R., Oladiran, T., & Stefanova, D. (2024). A review on ESG investing: Investors' expectations, beliefs and perceptions. *Journal of Economic Surveys*, 38, 476–502. <https://doi.org/10.1111/joes.12599>
- Lupu, I., Hurduzeu, G., & Lupu, R. (2022). How is the ESG reflected in European financial stability? *Sustainability*, 14(16), 10287. <https://doi.org/10.3390/su141610287>
- Mayer, R., & Reizingerné Ducsa, A. (2023). ESG: Credibility behind the scores – The reliability and transparency of ESG ratings. *Prosperitas*. https://doi.org/10.31570/prosp_2022_0041
- Rapp, M. S., & Roser, M. (2024). *The importance of ESG, environmental sustainability, and the EU taxonomy for institutional investors: Survey evidence* (SSRN Working Paper). <https://ssrn.com/abstract=4851251>

Rozkov, D., & Idema, H. A. (2023). Institutional investors' preferences in green bonds and ESG criteria: A focus on German-speaking Europe. *Managing Global Transitions*, 21(2), 149–169. <https://doi.org/10.26493/1854-6935.21.149-169>

Sangiorgi, I., & Schopohl, L. (2021). Why do institutional investors buy green bonds? Evidence from a survey of European asset managers. *International Review of Financial Analysis*, 75, 101738. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101738>

Shi, Y., & Yao, T. (2025). ESG rating divergence: Existence, driving factors, and impact effects. *Sustainability*, 17, 4717. <https://doi.org/10.3390/su17104717>

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.2307/258788>

Vasiu, D. E. (2024). ESG rates divergence on the emerging markets in the European Union. *Studies in Business and Economics*, 19(2), 274–289. <https://doi.org/10.2478/sbe-2024-0038>

Zairis, G., Apostolopoulos, N., & Liargovas, P. (2025). How do ESG ratings impact the valuation of the largest companies in Southern Europe? *Sustainability*, 17, 10347. <https://doi.org/10.3390/su172210347>

Textes réglementaires

Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR). *Journal officiel de l'Union européenne*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>

Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables (Taxonomie). *Journal officiel de l'Union européenne*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>

Rapports institutionnels et études de terrain

Brassinne de La Buissière, S., Khan, H., Voglaire, J., Scheirlinckx, A., Van Audenhove, A., Van Liedekerke, L., & Frederickx, K. (2025). *L'épargne et l'investissement durable en Belgique : Regard sur 2024, nouvelles tendances et pistes de réflexion* (ERSIS/2025). Forum Ethibel / Institut fédéral pour le Développement Durable / Université d'Anvers.

Financité. (2025). *Rapport ISR 2025 : L'investissement socialement responsable en Belgique*. Financité asbl.

Sources méthodologiques des agences de notation

MSCI. (2024). *MSCI ESG ratings methodology*. MSCI Inc. <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

Refinitiv. (2024). *Environmental, social and governance (ESG) scores from Refinitiv*. London Stock Exchange Group. <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>

Sustainalytics. (2024). *ESG risk ratings methodology abstract*. Morningstar Sustainalytics. <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings>

Annexes

Annexe 1 — Retranscription de l'entretien avec la FSMA

Date : 11/05/2026 **Mode :** visioconférence **Interviewée :** Représentante du service de contrôle de l'information réglementée des sociétés cotées, FSMA (anonymisée)

Speaker 1 (Alix Waucquez) : Voilà, donc je vais juste me présenter rapidement. Je vous demanderai aussi un petit peu plus d'informations de votre côté ensuite.

Speaker 2 (Représentante FSMA) : Oui, bien sûr. Voilà. Donc je m'appelle X et... euh... je travaille dans le service qui s'occupe du contrôle de l'information réglementée des sociétés cotées. Euh... avant de commencer, il serait utile de savoir quel genre d'information vous souhaitez recevoir de notre part dans cet entretien, pour que... euh... l'on puisse bien le cibler.

Speaker 1 : Ouais, c'est ça. Donc je suis en dernière année de Master à la LSM, à l'UCL. Euh... je suis actuellement en stage chez Proximus en sustainability à Bruxelles. Comme beaucoup d'étudiants, j'ai voulu lier mon stage et mon mémoire de fin d'études, d'autant que... euh... je suis encore en stage pendant trois semaines, donc le temps est un peu court. J'ai fait l'option finance internationale pendant mon Master, ce qui m'a amené vers la finance et... euh... tout ce qui touche à la durabilité. Mon sujet de mémoire est le suivant : dans quelle mesure les notations ESG sont-elles perçues comme un indicateur fiable de la solidité financière des entreprises cotées, et ce, par les acteurs des marchés financiers européens... euh... banques, assurances, fonds de pension, et également les régulateurs. C'est pour ça que je trouvais intéressant d'avoir le point de vue d'un régulateur, et c'est pourquoi je vous ai contactée.

Speaker 2 : Bien. De notre côté, nous nous occupons du contrôle de l'information réglementée au niveau de la durabilité. Nous avons les réglementations en vigueur, notamment... euh... la CSRD, que vous connaissez certainement, ainsi que le règlement taxonomie, euh... article huit, qui s'applique également aux sociétés cotées. Avant la CSRD, nous avions la NFRD. Dans le cadre de notre contrôle, nous vérifions que l'information exigée par la réglementation est bien mise à disposition par les sociétés cotées. Notre focus porte vraiment sur la transparence : l'information doit être... euh... accessible, compréhensible, claire et complète. Au niveau du contenu, c'est la responsabilité de la société elle-même de s'assurer que l'information est solide. Ce qu'il faut savoir, c'est que... euh... les notations ESG n'apparaissent pas comme indicateurs dans les réglementations actuelles, comme la directive de reporting ou la taxonomie. On y trouve énormément d'indicateurs, mais les notations ESG n'en font pas partie au titre de l'information requise. Ce n'est donc pas une information que nous contrôlons en termes de disponibilité obligatoire... euh... elle ne doit pas nécessairement figurer dans les rapports. Cela dit, certaines sociétés choisissent de communiquer sur leur notation ESG. Dans ce cas, notre approche est globale : l'information doit être cohérente et... euh... ne pas induire en erreur, en d'autres termes, éviter le greenwashing. Concrètement, si une société dispose de plusieurs notations ESG et ne met en avant que la meilleure, elle doit en réalité communiquer l'ensemble de ses notations et

expliquer brièvement les méthodologies sous-jacentes, afin que l'investisseur puisse... euh... comprendre les différences entre fournisseurs, qui peuvent être très importantes.

Speaker 1 : Oui, c'est exactement ce que je constatais dans mes recherches. Il y a effectivement beaucoup de greenwashing à ce niveau-là.

Speaker 2 : Ce qui importe avant tout, c'est la transparence. Il doit y avoir au minimum un mot d'explication. Cela dit... euh... c'est quelque chose que nous demandons dans la pratique, ce n'est pas explicitement exigé par la réglementation en tant que telle. C'est davantage dans une logique d'assurer la transparence vis-à-vis de l'investisseur. Pour vous expliquer notre fonctionnement : chaque année, nous sélectionnons un nombre limité de sociétés cotées à contrôler... euh... nous ne contrôlons pas l'ensemble des sociétés chaque année. Cette sélection repose principalement sur les risques, mais aussi sur un critère de rotation et un critère aléatoire... euh... trois critères au total, le risque étant le principal. Nous cherchons à cibler en priorité les sociétés pour lesquelles les risques sont les plus élevés, qu'il s'agisse de risques financiers ou... euh... de risques de durabilité. Les deux sont d'ailleurs liés dans une certaine mesure... le risque climatique en est un bon exemple : certaines sociétés peuvent être fortement exposées à des risques climatiques pour leurs actifs ou leurs activités. Dans ce cadre, les notations ESG peuvent constituer un indicateur parmi d'autres dans notre modèle de sélection. Ce que nous regardons principalement, c'est... euh... la variabilité du score dans le temps : si le score ESG d'une société s'est significativement détérioré d'une année à l'autre, nous allons chercher à comprendre pourquoi. À l'inverse, une forte amélioration peut aussi justifier une vérification, selon... euh... la logique du fournisseur de données utilisé. Tout cela s'inscrit donc dans notre processus de sélection des sociétés à contrôler.

Speaker 2 : Je vais également faire appel à mon collègue, qui devait se joindre à nous pour compléter ces explications.

Speaker 2 (collègue) : Bonjour. Pour compléter ce qui vient d'être dit... euh... nous considérons les notations ESG comme un indicateur parmi un ensemble d'outils que nous pouvons utiliser dans notre modèle de sélection. La raison principale est que les méthodologies varient énormément d'un fournisseur à l'autre... euh... Sustainalytics, MSCI et d'autres présentent des différences importantes, ce qui peut créer des difficultés d'interprétation. La plupart de ces agences se concentrent sur les risques financiers matériels pour les sociétés, et... euh... beaucoup moins sur les risques d'impact. Dans le cadre de la CSRD, on aborde pourtant à la fois les risques, les opportunités et les impacts, ce qui n'est pas toujours reflété dans les notations. C'est pourquoi, dans nos contrôles, si une société mentionne ses notations ESG, nous lui demandons de les présenter de manière complète et cohérente. Il y a plusieurs dimensions à considérer. D'abord, au niveau de la supervision : nous utilisons les ratings ESG avec prudence, car ils sont liés à des risques de greenwashing. Par ailleurs... euh... les gestionnaires d'actifs s'en servent dans leurs propres méthodologies internes pour s'assurer que leurs produits répondent aux exigences de durabilité. Les fournisseurs de rating, eux, utilisent des méthodologies très différentes. J'avais participé aux discussions au niveau européen sur le règlement relatif aux fournisseurs de notation ESG, et... euh... la question qui s'était posée n'était pas d'uniformiser les méthodologies, mais bien de renforcer la transparence. En effet, une diversité de ratings peut avoir du sens... certains fournisseurs proposent des évaluations très spécifiques, par exemple sur les émissions de CO₂. Uniformiser risquerait de faire perdre cette valeur ajoutée. Dans notre service, nous

regardons la transparence de l'information fournie par les sociétés elles-mêmes : si un score est mentionné, nous vérifions qu'il correspond bien à ce qui a été publié, mais... euh... nous ne contrôlons pas le contenu des évaluations en tant que tel. Il convient également de mentionner qu'un nouveau règlement européen sur les fournisseurs de notation ESG entrera en vigueur le 2 juillet de cette année. Ce règlement va notamment imposer des exigences de transparence sur les méthodologies utilisées... euh... jusqu'ici, les fournisseurs n'étaient pas obligés d'expliquer publiquement leur approche. Il ne s'agit pas d'un contrôle du contenu des évaluations, mais d'une exigence de lisibilité et de comparabilité accrue.

Speaker 1 : Et vous pensez que ce type de contrôle plus approfondi pourrait arriver dans les années à venir, d'ici dix ans par exemple ?

Speaker 2 : La réglementation est toute nouvelle et n'a pas encore été appliquée. Dans les prochaines années... euh... nous estimons que la fiabilité des ratings va progressivement s'améliorer, au moins sur le plan de la transparence. La question de savoir si les méthodologies elles-mêmes seront encadrées reste ouverte... euh... un fournisseur pourra toujours utiliser une approche différente d'un autre, et c'est parfois tout à fait justifié. Par exemple, un rating global comme celui de Sustainalytics n'a pas le même objectif qu'un rating spécifique utilisé pour évaluer les fournisseurs d'une société... euh... Proximus utilise probablement ce type d'outil également. Les objectifs sont différents, et la diversité des méthodologies a donc du sens. Ce qui pose problème, c'est que... euh... les investisseurs ne savent pas toujours que ces méthodologies sont très différentes. Mais avec le temps, les acteurs du marché vont mieux connaître les spécificités de chaque fournisseur. Quand on parle d'un rating MSCI ou Sustainalytics, les différences deviennent de plus en plus connues. Concernant nos critères de sélection : ils reposent principalement sur le risque, complété par un critère de rotation et un critère aléatoire. Ces deux derniers sont moins importants... euh... ils visent simplement à éviter qu'une société se dise exemptée parce qu'elle a déjà été contrôlée récemment. Nous tenons également compte des signalements, des lanceurs d'alerte ou... euh... des communiqués de presse ayant un impact significatif sur la durabilité. Enfin, il faut mentionner le contexte de la directive Omnibus, qui réduit le périmètre des sociétés soumises à la CSRD. Cela signifie que moins d'informations publiques seront disponibles sur les sociétés de taille intermédiaire, ce qui pourrait renforcer encore davantage le recours aux ratings ESG privés... euh... alors même que leur fiabilité reste questionnée. Les entités financières, banques, assurances, gestionnaires d'actifs, vont continuer à les utiliser à des fins réglementaires, notamment pour répondre aux orientations de l'ESMA sur la dénomination des fonds ou pour construire des portefeuilles d'investissement durable. L'utilisation qui est faite des ratings ESG est donc... euh... très variée selon les acteurs.

Speaker 1 : Est-ce que vous observez que les investisseurs font vraiment attention à ces notations actuellement ?

Speaker 2 : Oui, dans une certaine mesure. L'attention portée aux ratings ESG varie beaucoup selon le profil de l'investisseur et la nature du fonds. Pour les investisseurs qui passent par des fonds... euh... c'est souvent moins direct, c'est le gestionnaire qui intègre ces critères dans sa propre méthodologie.

Speaker 1 : Très bien. Merci beaucoup. Ces échanges avec des experts m'aident vraiment à mieux comprendre le sujet et... euh... enrichiront ma rédaction. Comme je vous l'avais

indiqué, vos noms et votre organisation ne seront pas cités dans le mémoire. Un grand merci pour votre temps.

Speaker 2 : Merci à vous. Bon après-midi.

Annexe 2 — Retranscription de l'entretien avec Financité

Date : 13/05/2026 **Mode :** visioconférence **Interviewée :** Chargée de recherche ISR, Financité (anonymisée)

Speaker 1 (Alix Waucquez) : Voilà. Donc, euh, je vais me présenter. Donc je m'appelle Alix, je suis étudiante à l'UCL. Donc je fais mon Master là pour l'instant à la LSM, donc en gestion. Et j'ai fait donc mon option en finance internationale. Donc là, actuellement, je fais mon stage en sustainability chez Proximus. Et donc pour mon mémoire, je voulais un peu faire le lien entre, euh, donc, euh, la finance et tout ce qui est durabilité. Donc, c'est pour ça que j'ai choisi un sujet, donc, qui parle des notations ESG et donc de voir comment elles sont perçues comme indicateur de solidité financière par les acteurs de marché financiers européens. Et donc, c'est de voir comment les professionnels, donc, de ce secteur, euh, font confiance à ces notations et comment ils les utilisent concrètement. Et donc, euh, Audrey Degée de chez Financité m'a donné donc votre contact en pensant que votre expérience serait très utile pour mon mémoire. Donc, vous pouvez peut-être commencer par me décrire votre rôle chez Financité et en quoi les notations ESG font partie de votre quotidien.

Speaker 2 (Représentante Financité) : Oui, très bien. Donc bonjour Alix, merci, et super pour tout le travail que vous faites. Donc moi je suis... Financité... une partie de mon temps de travail, je le consacre à rédiger chaque année... chaque année, c'est la... j'ai fait, c'est la troisième année... et je suis en train de faire le troisième rapport. Mais ça fait une vingtaine d'années que Financité, chaque année, réalise le rapport sur l'investissement socialement responsable. Alors, je sais pas à quel point on va pouvoir vous aider avec les... les notations ESG. Je vais vous expliquer ce que nous, on fait pour réaliser ce rapport-là. Donc ce qu'on fait, c'est qu'on essaye de... enfin ce qu'on fait... on rassemble tous les fonds, les fonds d'investissement durables qui sont accessibles aux investisseurs, aux investisseurs belges particuliers, sur le... nous on réunit tout ça. Alors moi, ben, depuis la SFDR, je sais pas si ça vous parle. Donc la réglementation européenne sur la... enfin le... enfin la... ouais, la transparence des fois on investit... donc maintenant à l'Europe on peut plus dire "durable" sans publier un certain nombre de publications. Et donc se dire durable, c'est se classer selon cette réglementation-là... article 9 ou article 8. Et nous, on ne considère que les articles 9, parce que les articles 8... c'est ils ont une petite touche de vert, mais globalement, pour c'est pas vraiment vert quoi. C'est un petit peu de... on va dire saupoudrage vert. Et du coup nous on répertorie... ben du coup ça simplifie... les articles 9. Donc ça, on essaye de... enfin voilà... on avait un partenaire Novethic, c'est un partenaire français, qui nous aidait pour réaliser cette base de données-là. Et on contactait de plus tous les tous les promoteurs pour confirmer... voilà, ils répondaient pas à tous. Et donc c'est pour ça qu'on a diverses sources. Et donc une fois qu'on a la liste des fonds, on rassemble les portefeuilles... donc ça on demande aussi aux promoteurs, c'est le plus facile. Et alors une fois qu'on a la liste de ces portefeuilles, donc on a la composition de tous les fonds article 9. Nous on les compare avec les listes noires qu'on a créées chez Financité en interne. Donc on a quatre listes noires. On a une liste noire droits fondamentaux, une liste noire climaticides, une liste noire armes de guerre, et une nucléaire. OK. Donc ces listes noires, c'est une compilation de deux listes noires qui existent, qui sont faites par des ONG à l'international... enfin, voilà... de plein de listes noires. Donc nous on a toute une méthodologie pour créer nos listes noires. Et donc sur ces listes noires figurent des

entreprises qui, pour nous, ne doivent pas figurer dans des fonds qui se disent durables. Donc pour la liste noire droits fondamentaux... bon à la base, on est avec celle-là... ou tout départ de l'étude. Donc c'est toutes les... c'est basé plus sur toutes les conventions internationales ratifiées par la Belgique. Après, climaticides, ça concerne tout ce qui est émission de CO₂, mais aussi déforestations, ainsi de suite. Et puis armes de guerre... ben c'est armes de guerre. Et nucléaire... ben nous, voilà, après c'est discutable, c'est pour ça qu'on en a quatre... à nucléaire, ben c'est pour nous il ne doit pas y avoir de pays impliqués dans le nucléaire ou des armes nucléaires, ou qui n'ont pas de plan de sortie pour le nucléaire, ainsi de suite. Donc voilà, ça c'est nos critères. Et donc nous, après, on va comparer la liste des entreprises qui figurent dans les fonds durables à la liste des entreprises qui sont sur nos listes noires. Et donc on blacklist... comme on dit, on blacklist... et comme ça on va un peu voir. Et donc c'est vraiment aller voir à la loupe ce qu'il y a vraiment dans les fonds durables. Et donc c'est là que nos résultats, depuis le début quasi, sont assez décevants. C'est-à-dire qu'il y a très très peu de fonds durables qui passent le filtre des quatre listes noires. Et donc voilà. Et donc il faut aussi être conscient que les articles 9, c'est grosso modo... et encore, ça a diminué... mais c'est actuellement moins de 3 % de tous les fonds sur le marché européen. Donc on se dit que déjà très peu de fonds, et que même ceux-là, qui sont les plus exigeants, ben malgré tout, ben pour nous ça reste largement insuffisant par rapport à ce qu'on trouve encore dedans. Puisque beaucoup d'entreprises figurant sur nos listes noires se retrouvent... on retrouve encore des entreprises impliquées dans des bombes climaticides, dans des armes de guerre. Enfin voilà, ainsi de suite. Et d'autant plus là que l'armement est rediscuté, refinancé massivement dans les fonds. Alors, donc les entreprises qui sont sur ces listes noires ne se retrouvent d'office pas dans les fonds. Pour dénonciation, dans la première partie du rapport, on fait toute une partie contexte en Belgique par rapport aux normes qu'il pourrait y avoir, mais y a pas de normes légales en Belgique par rapport à la finance durable. Et alors on décrit un peu tout ce qui se passe au niveau européen, l'évolution, ainsi de suite. Et dans la deuxième partie, ben on explique les résultats et notre méthodologie. Et voilà. Et la plupart des fonds... voilà... on décrit nos résultats, mais ne respectent pas nos critères, en tout cas de durabilité.

Speaker 1 : Okay. Et est-ce que vous vous penchez sur les critères ESG ou pas trop directement ?

Speaker 2 : Non, pas trop. Avant, on avait arrêté de le faire. Ce qu'on faisait, c'est qu'on faisait notre étude sur les fonds. Et pour les meilleurs des fonds, donc ceux qui passaient les critères de la liste noire droits fondamentaux... nous on estime que la liste droits fondamentaux, c'est le minimum du minimum, il faut pas qu'il y ait des entreprises dans les fonds durables... et il faudrait qu'il y en ait dans aucun fonds, mais voilà, dans les fonds durables il y apparaissent notre liste noire droits fondamentaux. Et à ceux-là, on leur envoyait un questionnaire un peu plus approfondi, justement pour un peu connaître, pour un peu comprendre comment justement ils faisaient pour élaborer, justement, choisir les entreprises qu'ils mettaient dans leurs fonds. Donc on disait c'est un peu un questionnaire de qualité. Et là on leur demandait un peu justement... enfin voilà... comment ils s'organisaient. Est-ce qu'ils avaient des critères d'exclusion, de best in class, de l'engagement actionnarial ? Et comment ils vérifiaient ces données, comment ils se procuraient leurs données ? Donc là, souvent ils font appel à des... à des... des entreprises. Donc toutes ces notations ESG sont faites par des entreprises, la plupart privées. Comme du tout. Là, un peu essayé de comparer, de noter ces agences. Mais là dernièrement, il y a une multiplication de ces agences sur le marché que on n'y arrive plus. Et les méthodologies utilisées sont aussi toutes complètement différentes, et

par toutes ces entreprises-là, et par tous les promoteurs de fonds, enfin les banques, ainsi de suite. Et donc nous on a aussi un manque de temps parce qu'il faudrait vraiment y consacrer beaucoup de temps, et que nous on n'a pas le temps de plonger. Donc on a arrêté de faire ça. Donc là, notre travail pour le moment, c'est vraiment aller regarder... ligne par ligne... ce qu'il y a dans les portefeuilles. Mais mon point de vue notation... enfin voilà. Après, je suis tombée... enfin je suis tombée... je lis chaque année le rapport R6. Je sais pas si vous connaissez. Donc ça, je peux vous l'envoyer parce que j'ai vu que cette année ils ont fait une analyse qui pourrait être intéressante. Oui. Compare un peu justement, parce qu'il disait : voilà, dans les fonds durables justement, est-ce qu'un réseau social ou... je sais pas... un tel ainsi de suite, est-ce qu'on peut dire durable ? Comment est-ce qu'on peut donner des critères à tout ça ? Et donc il parlait un peu de ça. Je me disais que c'était un peu intéressant parce qu'effectivement c'est compliqué. Et effectivement là ils montrent que suivant l'agence, les notations sont différentes. Et donc ils expliquaient un peu... enfin certaines choses... je sais pas si ça peut être intéressant.

Speaker 1 : Oui, c'est toujours intéressant de voir. Parce que et surtout j'essaye de voir aussi au niveau des investisseurs... est-ce que ils font vraiment un lien entre notation ESG et risque financier ? Comment ils investissent ? Je sais pas trop. Mais j'ai vraiment l'impression que peut-être qu'au début était dit... je pense que peut-être un moment donné on s'est dit : "Ben oui, ça va être source de fiabilité sur le long terme." Avec tout ce qui se passe actuellement, j'ai l'impression que la priorité c'est... ça va être plus marketing de se dire... ou je sais pas si les clients veulent ça, on va... mais je sais pas.

Speaker 2 : Ça franchement, je ne saurais pas, je ne saurais pas vous aider pour ça. OK. Parce que oui, il y a la question aussi du greenwashing dans certaines entreprises, mais...

Speaker 1 : Ouais, ouais.

Speaker 2 : Il y en a beaucoup. Parce que là il y a eu cette nouvelle réglementation de la FSMA sur le nom des fonds... je ne sais pas si tu en avoir entendu parler ?

Speaker 1 : Oui, j'ai eu j'ai eu un appel lundi avec quelqu'un de la FSMA.

Speaker 2 : Ah, c'est chouette. Parce qu'il y a quand même eu beaucoup de fonds qui ont changé de nom suite à cette réglementation-là. Donc c'était quand même... c'était quand même... je trouve... assez signe du greenwashing de l'époque, du greenwashing qui avait encore malgré la SFDR quoi. Et là ils sont rentrés de réfléchir, réformer la SFDR... enfin voilà. Mais la barrière n'est pas super nette non plus entre les deux.

Speaker 1 : Non, mais c'est ça.

Speaker 2 : Et je pense que le rendement financier reste le poids number one. Et qu'il y a peut-être eu des conjonctures à certains moments qui faisaient que les fonds durables étaient aussi performants... pas plus performants que les fonds classiques. Et vu la conjoncture actuelle, c'est plus trop le cas. Ou enfin, ça... nous on regarde pas du tout les performances financières des fonds... c'est pas trop notre sujet. Mais je pense que oui, il faut que ce soit rentable. Et si on peut y rajouter une touche durable, tant mieux. Sinon... je sais pas, enfin

voilà. Mais ça, c'est vrai qu'il y a aussi... ça c'est très critique. Je ne sais pas si vous connaissez le média Bon Pote ?

Speaker 1 : Non.

Speaker 2 : Il y a eu une analyse de Julien Lefournier, qui parle de finance durable de façon assez critique. Je vais... c'est le grand enfumage de la finance, un truc comme ça. Lefournier, il a travaillé vraiment dans le monde financier et tout ça. Et maintenant il a écrit un livre... "L'illusion de la finance verte"... et là il a écrit cette analyse récemment accessible en ligne. Je sais plus si c'est... le livre c'est "L'illusion de la finance verte" et je crois que l'analyse est "Le grand enfumage" ou un truc comme ça. Il faut la retrouver. Enfin je dis ça parce que moi je trouvais ça éclairant. Et c'est vrai que... enfin voilà... ça met des mots sur ce que je pense. Que en fait il faudrait pas qu'il y ait cette petite bulle financière, il faudrait que toute la finance devienne verte. Et que tant que le rendement reste la priorité, on ne va pas... Et voilà. Moi j'ai jamais approfondi tout ça, mais je sais bien que d'une agence à l'autre... voilà... en lisant justement le rapport Ethibel, je voyais bien qu'il y avait des notes très différentes d'une agence à une autre. Donc voilà. Mais je sais pas à quel point... Il faudrait pourquoi pas envoyer des questionnaires à certains promoteurs ? Ouais, pour demander un peu ce qu'ils en pensent. Je ne sais pas comment vous travaillez.

Speaker 1 : Mais oui, non, j'essaye de contacter des investisseurs directement, les banques ou quoi aussi. Mais je n'ai pas beaucoup de réponses.

Speaker 2 : Mais oui, oui, oui. C'est... je comprends bien. Parce que déjà nous on dit... chaque année... il y en a beaucoup qui ne répondent pas. Et là encore pour cette année... cette année j'ai décidé de réduire le périmètre et je contacte juste les banques qui sont étudiées dans le scan des banques, je sais pas si vous connaissez le scan des banques. Et il y en a plein... genre voilà... ING, ça fait deux mois que j'essaye de les contacter, et pas moyen quoi.

Speaker 1 : Oui, mais déjà pour avoir une adresse e-mail c'est pas évident.

Speaker 2 : Tout à fait. Oui, j'ai des bases de données à des années. Donc si vous voulez quelques... je peux essayer de vous en... s'il y a certaines banques que vous voulez contacter. Moi, celle qui répond le plus chaque année et le plus vite, c'est BNP Paribas. Argenta, soit assez réactifs. Sinon, les acteurs plus verts comme Triodos, DK, sont un peu là aussi à la réponse. Mais voilà. Mais ceux qui sont très réactifs et qui sont très... enfin voilà... BNP en tout cas à chaque fois ils sont hyper réactifs. Mais si jamais vous avez un contact chez BNP, donc dans tout ce qui est investissement durable ou quoi...

Speaker 1 : Ah oui, je vais... que je rouvre mes dossiers. Mais oui, vous avez le temps. BNP Paribas, le rapport. OK, super.

Speaker 2 : Non, c'est déjà super. Ben, je pense que c'est bon ? Non pas ce mois, donc je suis surtout orienté là pour mon mémoire. C'est vrai que c'est pas évident de trouver des gens qui travaillent là-dedans directement.

Speaker 1 : Oui, oui, c'est ça. Je réfléchis... j'ai... mais oui, mais je pense que le mieux, oui, ce serait ouais que les gens répondent. Mais le problème, c'est que oui, comme tout le monde est très occupé.

Speaker 2 : J'essaie... c'est des formulaires de contact... tu lui répond jamais.

Speaker 1 : Non, c'est ça. Et déjà ici, pour mes... Financité, FSMA, j'avais envoyé aux adresses mail générales. Et donc j'étais surprise positivement donc de recevoir des...

Speaker 2 : Ah, donc voilà, ouais. Tant mieux. Mais des grosses... des banques... enfin voilà... mais je vous disais BNP, je vais vous envoyer le mail à qui je suis en contact.

Speaker 1 : Et je vous remercie beaucoup de m'avoir donné un peu de votre temps en tout cas.

Speaker 2 : Pas de soucis. Bonne continuation dans votre travail du coup.

Speaker 1 : Merci beaucoup. Bon après-midi également. Au revoir.

Speaker 2 : Au revoir.

Annexe 3 — Retranscription de l'entretien avec BNP Paribas Asset Management

Date : 18/05/2026 **Mode :** visioconférence **Interviewé :** Head of Sales Development & Advisory, BNP Paribas Asset Management (anonymisé)

Speaker 1 (Alix Waucquez) : Voilà. Donc, euh, donc je vais me présenter. Donc, euh, je m'appelle Alix, je suis étudiante à l'UCL. Euh, donc je fais mon master là pour l'instant, euh, à la LSM, donc en gestion. Et j'ai fait donc mon option en finance internationale. Donc là, actuellement, je fais mon stage en sustainability chez Proximus. Et donc pour mon mémoire, je voulais un peu faire le lien entre, euh, donc, euh, la finance et, euh, tout ce qui est durabilité. Donc, euh, c'est pour ça que j'ai choisi, euh, un sujet, donc, qui parle des notations ESG et donc de voir comment elles sont perçues comme indicateur de solidité financière par, euh, les acteurs de marché, euh, financiers européens. Et donc, c'est de voir comment les professionnels, donc, de ce secteur, euh, font confiance à, à ces notations et comment, euh, ils les utilisent concrètement. Euh, et donc, euh, Audrey Degée de chez Financité m'a donné donc, euh, votre contact en pensant que votre expérience serait très utile, euh, pour mon mémoire. Donc, vous pouvez peut-être commencer par me décrire votre rôle chez BNP et, euh, en quoi les notations ESG font partie de votre quotidien.

Speaker 2 (Représentant BNP Paribas AM) : Alors, euh, donc moi, je suis, euh, commercial, on va dire. Je, je vends des, des fonds et, euh, notamment, je m'occupe aussi, euh, on va dire, de, du, de, de, de, d'intégrer les besoins des clients dans les, dans les produits. Euh, je, je façonne, j'aide à... je façonne un peu l'offre, je la modifie, je développe de nouveaux produits pour le compte de clients, mais aussi, je communique les changements dans notre offre, euh, à nos clients. Voilà. Donc, euh, je, bon, je, je suis sur, euh, essentiellement sur le marché belge avec les clients belges, euh, et, euh, et mes contreparties sont souvent des banques privées ou des banques retail. Voilà. Et alors, concernant les notations ESG, alors, euh, ben, je travaille beaucoup sur, euh, ouais, sur tout ce qui est durabilité, euh, euh, intégrer la durabilité dans les produits financiers, euh, et c'est partie intégrante, euh, c'est, c'est une, c'est une obligation, on va dire, euh, si on veut avoir des produits durables, de faire, euh, d'intégrer, euh, les différents facteurs ESG quand on, quand on fait le rating d'un, d'un émetteur. Euh, et ça peut participer, euh, effectivement, à la, à la, on va dire, la sélection, euh, selon le l'objectif du, du produit. Euh, si c'est par exemple... je crée un produit qui, qui va, qui va, euh, financier, qui va ne retenir que les meilleurs émetteurs, les plus durables, on va dire, euh, ben, on va, on va fortement utiliser le rating ESG pour faire ça. Ouais. Euh, et puis après, on peut avoir des thématiques. Donc, on va peut-être choisir des émetteurs qui sont plutôt bien notés dans le, dans le domaine environnemental ou sur l'inclusion ou dans la gouvernance. C'est plutôt, on dirait que la plupart des produits, c'est au niveau environnemental plus que, euh, le social ou de gouvernance. Voilà. OK.

Speaker 1 : Donc, euh, donc en fait, euh, ce qui veut dire qu'on a, ben, tout comme on a une analyse financière fondamentale, ben, on a, on a une analyse ESG fondamentale aussi. À côté, on a des analystes. À chaque analyste financier sectoriel, ben, on a un analyste, on va dire, ESG sectoriel, euh, et les deux travaillent ensemble pour avoir une bonne vue du secteur

et des différents émetteurs. Euh, et ils se complètent surtout, ils complètent les informations l'un de l'autre, en fait, dans les, dans les différents entretiens qu'ils ont avec les, les sociétés.

Speaker 2 : OK.

Speaker 1 : Et, euh, est-ce que vous voyez que donc les investisseurs eux-mêmes, donc est-ce qu'ils s'intéressent vraiment, euh, à l'ESG ou c'est plus, euh, donc une contrainte réglementaire à laquelle, euh, donc il faut se conformer ?

Speaker 2 : Euh, on a de tout, je dirais. Euh, donc, euh, on a, nous, dû beaucoup travailler sur l'éducation, euh, des investisseurs, du grand public. Mhm. Parce que c'était pas une matière qui était facile à appréhender. Euh, donc, euh, c'est aussi donc une façon de le faire, c'est par exemple de parler des fonds thématiques. Ouais. Qui, eux, euh, on a beaucoup plus, c'est beaucoup plus facile de comprendre quand on va investir dans l'eau, par exemple, euh, ben, de, enfin, de... quand on veut investir dans l'environnement, de parler de l'eau, euh, comment est-ce qu'on fait pour, euh, ou alors, euh, le recyclage. Enfin, c'est des choses, c'est des thèmes qui parlent au grand public. Ouais. Euh, et puis, avec des acteurs un petit peu plus sophistiqués, on peut parler de notre système de notation, on peut parler de, euh, voilà, de, de pourquoi on fait une sélection de telle ou telle société, euh, voilà, qu'est-ce qu'on retient comme les meilleures pratiques. Euh, donc on peut rentrer beaucoup plus dans le détail de, de la méthodologie qu'on a plutôt que de parler que de, que du résultat.

Speaker 1 : Oui. Parce que justement, j'ai vu qu'il y avait beaucoup de divergences aussi entre les agences de notation ESG. Mhm. Et donc vous, comment vous gérez ça ?

Speaker 2 : Alors nous, on a notre propre système de notation. Mhm. C'est-à-dire qu'on a, euh, on travaille avec les grandes agences de notation de la place, mais, euh, on va, euh, traiter l'information de façon à ce qu'on puisse comparer, euh, entre secteurs. Ouais. Entre régions. Euh, parce qu'évidemment, si on, on investit dans une société qui est basée, euh, on va dire, au Japon ou une société qui est basée en, on va dire, en Afrique du Sud. Mhm. Euh, ça va être très différent, le niveau de développement, la, le ni... la sensibilité, euh, on va dire, à l'environnement. Il faut prendre ça en compte, euh, qu'il y a des niveaux de maturité qui peuvent être très différents selon les pays et, et les sociétés. Et puis, de même que, euh, forcément, vous investissez dans l'industrie lourde ou une industrie qui nécessite beaucoup de capital avec, euh, par exemple. Et euh, et à côté de ça, on a des sociétés de services qui nécessitent pas beaucoup de capitaux, qui, qui peuvent être considérées plus propres. Ben il faut pouvoir bien comprendre les différences entre secteurs et entre régions pour, euh, pour, pour faire la part des choses en fait. Ouais. Si, si on n'investit pas, euh, ben, et qu'on favorise pas ce dialogue, ben euh, il ne va pas y avoir de, de prise de conscience de l'importance d'être durable. Et donc euh, voilà, c'est, c'est la première chose, c'est, on va dire, avoir un dialogue, euh, à bâtir, euh, et de même qu'on a un rôle un peu éducatif du, du, du, de l'investisseur, euh, on va dire, du groupe public. On a un rôle aussi éducatif sur certaines sociétés, dans certaines sociétés. Par exemple, les petites, moyennes sociétés aussi ont moins de ressources, peuvent moins... Et donc là, on a, on doit expliquer ce qu'on regarde d'abord, les détails, euh, avant d'investir, ce qui leur manque. Voilà, donc il y a, il y a... Ce sont, c'est vraiment beaucoup de travail de, on va dire, de multi-niveaux et de... voilà, euh, avec, avec les sociétés dans lesquelles on investit. Et, et nous, on a, on va dire, un... Donc on a, on a... ce qu'on a fait, c'est qu'on a repris les données de sociétés de rating, mais on les a retraitées, on les a normalisées,

euh, on a fait aussi un travail mathématique de façon à ce que ce soit normé, euh, comparable et, euh, et voilà.

Speaker 1 : OK. Et donc quand on parle de ESG, donc vous dites que vous, vous, vous regardez surtout l'aspect environnemental ?

Speaker 2 : Non, non, on regarde tout. Ah oui, OK. Mais, euh, non, on regarde tout, euh, ESG. Euh, mais, euh, ce qui est plus parlant dans le marché, c'est, euh, ce qu'on voit, l'intérêt des gens, il est beaucoup plus... c'est-à-dire, il est beaucoup plus facile à établir sur la partie environnementale que sur une partie gouvernance, par exemple. Donc, euh, on va dire, euh, on va, on va évidemment, euh, noter que la diversité au niveau du conseil d'administration au sein de la société est important. C'est plus difficile de, on va dire, de faire en sorte que les gens investissent pour cette raison uniquement. Ils vont investir s'ils se rendent compte que la société fait également, diminue son initiative d'émission de gaz à effet de serre, etc. Donc voilà, c'est, c'est, c'est... disons que c'est... donc quand on regarde le marché, je parle pas de nous, je parle du marché, ben on va avoir beaucoup plus de fonds qui sont dans la partie environnement que sur la partie sociale, que sur la partie, euh, que sur la partie de gouvernance propre en fait. Ouais. OK, ça va.

Speaker 1 : Et, euh, et donc par rapport à tout ce qui est greenwashing, euh, qui est assez à la mode aussi pour l'instant, euh, vous observez une certaine méfiance, euh, des investisseurs ou pas spécialement ?

Speaker 2 : Je pense qu'on a beaucoup évolué de ce côté-là, euh, parce que, euh, on pouvait effectivement au début, euh, ben parler de greenwashing, etc. Euh, ben d'abord, euh, bon, euh... Les, les, les, les investisseurs en sociétés de gestion comme la nôtre, elles ont quand même investi considérablement d'argent dans des ressources et dans des solutions technologiques pour, on va dire, euh, faire en sorte que tout ce qui est durabilité soit bien mesuré, soit identifié, soit bien mesuré. Euh, donc par exemple, chez nous, on a trente personnes qui sont dans notre centre de durabilité, centre de sustainability center, qui font que ça, euh, qui ont des outils informatiques qui les aident aussi à, à, donc à, à obtenir des informations de société. Et on paye en plus des, des gens qui nous envoient des données. Euh, donc, à partir du moment où on fait un investissement, on ne va pas le faire pour... Ce qui se passe chez nous, c'est aussi ce qui se passe chez d'autres. Il y a un tel investissement qu'on ne va pas faire du greenwashing. C'est, c'est problématique. Alors ensuite, ça, c'est une première, première chose que chaque acteur est quand même responsable dans une certaine mesure. Ensuite, il y a le fait qu'il y a eu, euh, déjà il y a huit, neuf ans, en Belgique et en France et au Luxembourg, il y a eu des labels avec des exigences, avec un audit, euh, une vérification. Donc ça, ça a amené un peu plus de pression extérieure sur, euh, les gens qui pouvaient, voilà, qui pouvaient être, on va dire, euh, voilà, euh, un peu, pas menacés, mais qui pouvaient être, euh, on pouvait dire qu'ils étaient du greenwashing. Donc là, c'était déjà de plus en plus difficile si on labellisait ces fonds. Et puis, finalement, la réglementation européenne, elle a rattrapé, euh, également tous ces éléments-là en, en disant que si vous appelez "sustainable", il y a un certain nombre d'exigences que vous devez remplir. Euh, si vous êtes, si vous estimez que vous n'êtes pas durable, vous n'êtes pas ce qu'on appelle un fonds article 8, etc. Donc, euh, donc là, c'est un petit peu la dernière... La réglementation a fait que c'est problématique. Et tout comme, euh, ben, on peut décrire sa politique de gestion d'investissement, euh, ben, on doit décrire sa politique de durabilité. Et si on ne respecte pas

ce qu'on a écrit, ben, on a... on est en breach, et donc c'est tout aussi sérieux que si on, on, on cassait, euh, on va dire, on ne respectait pas nos, notre politique d'investissement. Donc, ça, ça a apporté, euh, on va dire, une, une attention particulière et, euh, et un cadre, euh... Ouais, avec la... Ouais, ouais, ouais. OK.

Speaker 1 : Euh, et donc j'aurais juste encore une dernière question. Donc dans les prochaines années, donc on va dire d'ici cinq à dix ans, donc comment est-ce que vous, vous voyez l'investissement durable ? Donc, euh, est-ce que ça va continuer à se standardiser et à être fiable ou au contraire, ça va peut-être se laisser un peu plus oublier ?

Speaker 2 : Ben, je vous cache pas que avec la situation géopolitique, euh, il y a eu un petit peu dans l'attente des investisseurs, des marchés et des gouvernements. Euh, évidemment, si, si on investit dans la défense, c'est moins durable, mais c'est une, c'est une façon de protéger notre avenir et donc d'être, d'être durable. Donc, il y a eu, on va dire, une certaine, un certain recul du marché, enfin, moins, disons, moins de, euh, moins de pression pour être, on va dire, vert et... C'est plus la priorité.

Speaker 1 : Équitable.

Speaker 2 : C'est, c'est, effectivement, la priorité, c'est la survie. Ouais. Euh, mais ça n'empêche pas que pour moi, c'est... on a ce qu'on appelle différentes, différents types de vert, différentes couleurs. Elles sont toutes disponibles et on peut choisir de... Voilà, ce qu'on peut faire. Il y a une tendance générale d'être vert, d'être durable. Euh, je crois que ça, ça restera. Euh, euh, et puis, euh, mais avec une dose de réalisme, on va dire, c'est ce qu'on peut faire et ce qu'on ne peut pas faire. Voilà. Euh, c'est-à-dire qu'on, on le sera jusqu'au moment où on ne peut plus l'être pour des raisons de, de, de sécurité, de survie, euh, voilà. Mais certainement, l'attention à la pollution, l'attention à la diversité, euh, l'attention à une bonne gouvernance, ça, ça va... ça restera toujours. Et c'est, je dirais, le... c'est certainement les grands acquis de, de toute la réglementation SFDR, c'est de rendre ça plus transparent. Ils vont d'ailleurs le simplifier avec une réglementation qui, d'ici deux ans, va simplifier tout ça, mais pour la rendre plus pragmatique. Et parce que je vous cache pas que ça a été certaines fois assez compliqué de mettre en place des choses sur lesquelles on n'avait pas véritablement de... d'instructions suffisamment claires. J'imagine. Mais ouais, quoi. Et euh, voilà. Donc, je dirais que c'est... ça fait partie, c'est ancré dans le cadre des investissements.

Speaker 1 : OK, super. Ben, un tout grand merci, en tout cas, de m'avoir donné un peu de votre temps pour répondre à mes questions.

Speaker 2 : Je vous en prie.

Speaker 1 : C'était très intéressant.

Speaker 2 : Je vous en prie.

Speaker 1 : Et donc voilà, je vais prendre tout ça en compte dans mon mémoire, mais vous ne serez pas cité ni rien du tout.

Speaker 2 : D'accord. Très bien. Fantastique. Merci beaucoup. Bonne chance. Et bonne fin de journée.

Speaker 1 : Merci vous aussi. Au revoir.

Ce mémoire explore la fiabilité perçue des notations ESG comme indicateurs de solidité financière des entreprises cotées, du point de vue des acteurs des marchés financiers européens. Dans un contexte marqué par l'essor de la finance durable et l'accélération du cadre réglementaire européen (CSRD, SFDR, taxonomie verte), les notations produites par des agences telles que MSCI, Sustainalytics ou Refinitiv sont devenues incontournables — mais leur fiabilité reste profondément questionnée.

La revue de la littérature met en évidence une divergence structurelle entre agences : la corrélation moyenne entre leurs scores n'atteint que 0,54, contre 0,99 pour les agences de notation financière traditionnelles (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022). La littérature documente par ailleurs un lien positif entre performance ESG et solidité financière, mais ce lien reste partiel et conditionnel, entaché de limites méthodologiques importantes.

S'appuyant sur une approche qualitative interprétativiste, ce mémoire mobilise trois entretiens semi-directifs menés auprès d'un régulateur (FSMA), d'une ONG spécialisée (Financité) et d'un grand gestionnaire d'actifs européen (BNP Paribas Asset Management), complétés par une analyse documentaire approfondie incluant les rapports ISR 2025 de Financité et ERSIS 2025 de Forum Ethibel.

Les résultats révèlent que personne n'utilise les notations ESG telles quelles : chaque acteur les retrace, les contextualise ou y renonce, traduisant leur insuffisance perçue. Le lien entre notation ESG et solidité financière est perçu de façon hétérogène : intégré et systématique chez le gestionnaire d'actifs, sélectif et centré sur la matérialité chez le régulateur, fondamentalement sceptique chez la société civile. La confiance dans ces outils est fortement conditionnée par le cadre réglementaire, le contexte géopolitique et le niveau d'éducation financière des investisseurs.

En conclusion, les notations ESG sont perçues comme des outils utiles mais structurellement imparfaits, dont la fiabilité comme indicateurs de solidité financière est reconnue de façon partielle et conditionnelle, jamais absolue. Améliorer leur fiabilité constitue un défi systémique impliquant standardisation des données, cadre réglementaire robuste, éducation financière renforcée et adaptation permanente au contexte.

Mots-clés : Notations ESG · Solidité financière · Finance durable · Divergence des agences · Marchés financiers européens · Greenwashing · Investissement responsable

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

www.uclouvain.be/lsm

