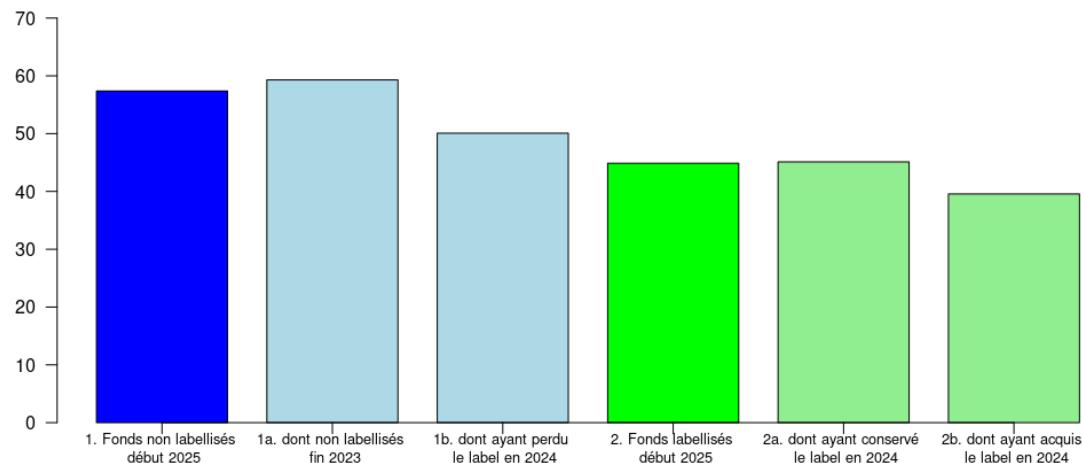


Réforme du label ISR : quel impact sur l'empreinte carbone des fonds labellisés ?

Par Pierre Bui Quang et David Nefzi

Les exigences environnementales du label ISR ont été revues à la hausse en 2024. À la suite à cette réforme, les fonds ISR ont réorienté leurs investissements vers des titres moins intensifs en carbone, ce qui a contribué à réduire leur empreinte plus rapidement que d'autres fonds, même si d'autres facteurs ont pu jouer. Pour autant, cet impact est nécessairement limité par le fait que le label ISR retient d'autres critères extra-financiers que la seule empreinte carbone.

Figure 1 – Empreinte carbone des portefeuilles des fonds début 2025 (en tCO2eq/M€)



Source : Banque de France, [ISS ESG](#).

Notes de lecture : L'empreinte carbone d'un portefeuille résulte à la fois du calcul de l'empreinte carbone de chaque titre et de son poids dans le portefeuille en valeur de marché. Ainsi, en dynamique, l'empreinte totale peut varier non seulement selon les émissions carbone des entreprises, mais aussi selon l'évolution de leurs cours boursiers, qui modifient leur poids dans l'agrégat.

Créé en France en 2016, le label ISR (pour Investissement Socialement Responsable) connaît ces dernières années un succès indéniable au regard du montant des actifs sous gestion des fonds labellisés (31 % de l'ensemble des fonds de droit français en termes d'actif net, fin 2023 avant la réforme). Afin d'améliorer sa lisibilité (cf. [rapport](#) de l'Inspection générale des finances de 2020) un nouveau cahier des charges, publié en décembre 2023 et effectif depuis mars 2024, a renforcé ses critères environnementaux. [Ces nouvelles exigences](#) sont entrées en vigueur le 1er mars 2024 pour les fonds candidats au label, alors que ceux déjà labellisés ont bénéficié d'une période de transition jusqu'au 1er janvier 2025. Elles se sont traduites par une baisse du nombre de fonds labellisés (revenant de 31% fin 2023 à 21 % de l'ensemble des fonds de droits français début 2025).

Nous analysons ici l'impact de la réforme du label ISR sur l'empreinte carbone des fonds actions français labellisés ; si le label couvre de multiples critères extra-financiers, l'étude se

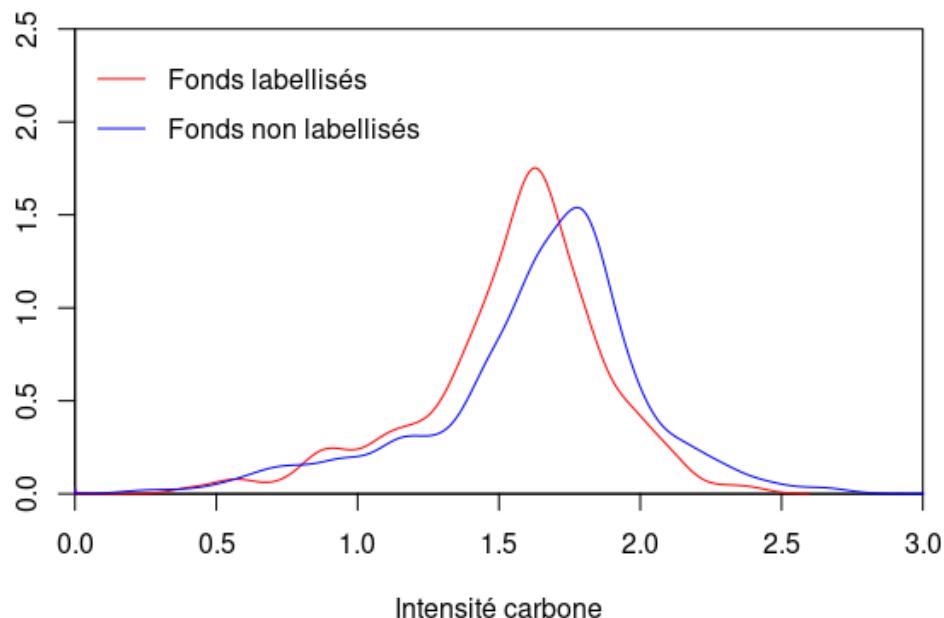
concentre exclusivement sur ce volet climatique. Nous utilisons l'[indicateur moyenne pondérée d'intensité carbone](#), qui mesure la quantité de CO2 (en tonnes d'équivalent) générée par million d'euros de chiffre d'affaires des entreprises financées. Un billet [antérieur](#) avait déjà établi que l'empreinte carbone des fonds labellisés était inférieure à celle des fonds non labellisés, mais cette différence reflétait plus une politique « généralement responsable » qu'une véritable « excellence environnementale ». À la suite de l'application de la réforme début 2025 par tous les acteurs, y compris les fonds existants, nous constatons que cet écart a peu évolué. Bien que les nouvelles règles renforcent la dimension environnementale, l'impact sur l'empreinte carbone globale des portefeuilles demeure modéré. L'analyse des facteurs sous-jacents, que nous détaillerons, montre que le constat initial d'un bénéfice environnemental "modeste" est toujours valable.

Empreinte carbone des fonds ISR après la réforme

Même si l'écart se creuse entre fonds labellisés ISR et non labellisés en matière d'empreinte carbone moyenne, les distributions des deux populations se chevauchent encore largement :

- Début 2025, les fonds ISR présentaient une empreinte carbone de 44,9 tCO2eq/M€ (fig. 1, item 2, soit la 4^{ème} barre), contre 57,4 tCO2eq/M€ pour les fonds non ISR (fig. 1, item 1, ou 1^{ère} barre), soit un écart de 22%, en faible amélioration par rapport à 2023 (19 %). De plus, les fonds qui ont perdu le label à la suite de la réforme (35% des fonds de notre population) avaient également en moyenne une empreinte carbone de 50,1 tCO2eq/M€ (cf. fig. 1 item 1b) supérieure aux fonds ISR qui l'ont conservé ou acquis soit 44,9 tCO2eq/M€ début 2025).
- En revanche, un épargnant qui aurait à choisir « au hasard » entre un fonds labellisé et un fonds non labellisé aurait toujours une probabilité importante (41 %) de constater que le fonds non ISR est plus « vert », du point de vue de l'empreinte carbone, que le fonds ISR (fig. 2). Cette probabilité est néanmoins en baisse par rapport à notre étude précédente (47 %).

Figure 2 – Distribution des empreintes carbone moyennes des portefeuilles en 2025

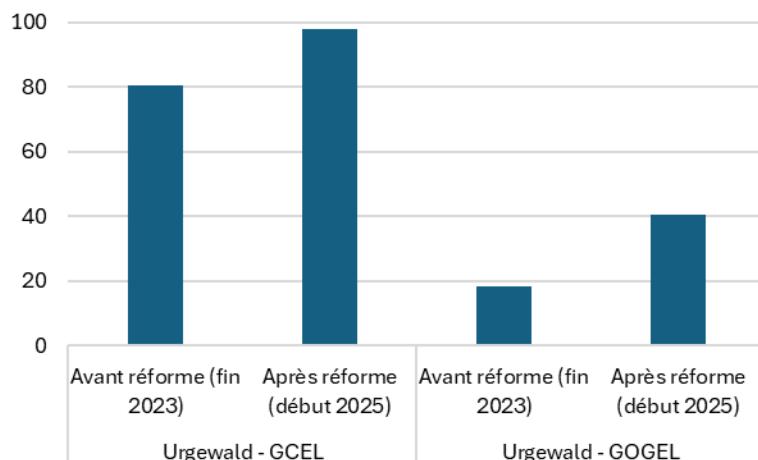


Source : Banque de France, ISS.

Notes de lecture : Les niveaux d'intensité carbone sont représentés en abscisse sur une échelle logarithmique décimale (base 10). Portefeuille en actions des fonds actions de droit français, (scope 1, en % du portefeuille).

Grâce aux nouveaux critères d'exclusion des industries du charbon et des énergies non conventionnelles, la réforme du label ISR a réduit l'exposition des fonds labellisés aux entreprises liées au secteur des énergies fossiles. Pour le pétrole et le gaz, la réforme a permis de doubler le différentiel de taux d'exposition entre les deux catégories : les fonds ISR affichent désormais un taux d'exposition 40 % plus faible que les fonds non labellisés, contre seulement 20 % fin 2023 (cf. fig. 3, partie droite). Concernant le charbon, l'exclusion est devenue quasi totale : alors que les fonds ISR affichaient déjà un taux d'exposition 80 % inférieur aux fonds conventionnels avant la réforme, cet écart atteint désormais près de 100 % (fig. 3, partie gauche).

Figure 3 – Investissement total des fonds ISR selon la catégorie des entreprises liées aux énergies fossiles (en % du niveau d'investissement des fonds non ISR)



Source : Banque de France, Urgewald's Global Oil and Gas Exit List ([GOGEL](#)) and Global Coal Exit List ([GCEL](#)).

Note de lecture : Avant réforme le taux d'exposition des fonds ISR aux entreprises liées au charbon était de 80 % inférieur à celui des fonds non labellisés, et de près de 100 % après réforme, soit une absence quasi totale de ces titres dans les fonds ISR depuis cette date.

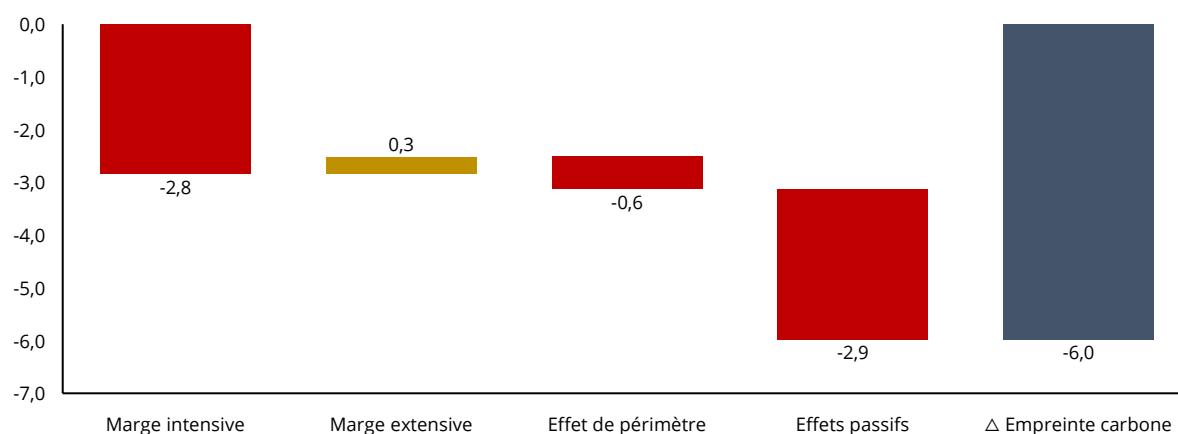
Une réorientation des investissements des fonds ISR à l'origine d'une baisse de leur empreinte carbone

La réforme du label ISR a pu modifier l'empreinte carbone du portefeuille consolidé des fonds labellisés par différents canaux. D'une part, elle incite les fonds ISR à accroître leurs investissements dans des entreprises à faible empreinte carbone (flux). Cet effet « flux » se décompose lui-même en deux sous-effets : un premier lié aux dynamiques de souscriptions et de rachats par les investisseurs qui détiennent le capital du fonds (« marge extensive », liée à la demande des investisseurs pour un fond donné, Fig. 4), un second qui est lié aux décisions actives d'allocation du gestionnaire indépendamment du niveau de la collecte (« marge intensive », liée à la manière dont un fonds alloue le capital dont il dispose). D'autre part, la réforme du label amène à exclure de la population ISR les fonds dont les investissements ont une empreinte carbone plus élevée, améliorant de ce fait le profil moyen pour la population restante (« effet de périmètre » Fig. 4).

En plus de ces dynamiques, d'autres facteurs indépendants de la réforme du label (« effets passifs » Fig. 4) influencent l'empreinte carbone des fonds. Il s'agit par exemple de la fluctuation des cours boursiers qui, dans le calcul de l'empreinte carbone du portefeuille des fonds, modifie la pondération de chaque entreprise dans la mesure où celle-ci est mesurée en valeur de marché. Ou encore des changements dans les émissions de CO₂ des entreprises elles-mêmes qui impactent l'empreinte globale.

Pour décomposer ces effets de flux (marge intensive et marge extensive), de périmètre, et les autres effets « passifs », nous utilisons des scénarios « contrefactuels », dans lesquels nous comparons l'empreinte carbone des portefeuilles fin 2023 à ce qu'elle serait en isolant l'un ou l'autre de ces facteurs. Cela nous permet de mieux comprendre l'origine des variations de l'empreinte carbone et d'analyser l'impact spécifique de la réforme du label ISR.

Figure 4 – Décomposition de la variation de l'empreinte carbone des fonds ISR entre fin 2023 et début 2025 (avant/après réforme du label) en tCO₂eq/M€



Source : Banque de France, ISS.

À l'aune de cette analyse, sur une variation de l'empreinte carbone des fonds ISR de -6 tCO2eq/M€ (soit -12 %) entre fin 2023 et début 2025, l'effet de périmètre (lié aux sorties de certains fonds de la population labellisée) apparaît modeste : environ -0,6 tCO2eq/M€. En effet, les fonds qui ont conservé leur label à la suite de la réforme n'étaient pas *ex ante* nettement plus verts que ceux qui l'ont perdu du point de vue de l'empreinte carbone. En revanche, les gestionnaires de ces fonds semblent avoir délibérément orienté une part plus significative de leurs investissements vers des titres à plus faible empreinte carbone : c'est ce que suggère l'effet *de la marge intensive des flux*, pour -2,9 tCO2eq/M€. A l'inverse, l'effet *de la marge extensive des flux* est allé à l'encontre de la baisse de l'empreinte, de façon marginale (environ +0,3 tCO2eq/M€). Les autres effets passifs ont également significativement contribué à la diminution de l'empreinte carbone (-2,9 tCO2eq/M€).

Si ce résultat est positif du point de vue du caractère environnemental du label ISR, la même analyse, sur les fonds ayant perdu le label ISR à la suite à la réforme, pose néanmoins question. En effet, si ces fonds ont vu leur empreinte carbone diminuer de 3 % entre fin 2023 et début 2025, cette baisse résulte avant tout des effets « passifs ». A l'inverse, les décisions d'investissement des gestionnaires – telles que mesurées par la contribution *de la marge intensive* – sont allées à l'encontre de ce mouvement, en augmentant l'empreinte carbone de +1,7 tCO2eq/M€ (soit +3,3 % par rapport à fin 2023). Cela suggère que le renoncement au label ISR a permis aux fonds qui l'abandonnaient d'accroître leurs investissements en titres à plus forte empreinte carbone.

L'effet net de la réforme, tenant compte à la fois de l'orientation plus verte des investissements des fonds labellisés et de l'orientation moins verte des fonds qui ne sont plus soumis à la contrainte du label, est cependant positif. Début 2025, il se traduit par une réduction de l'ordre de -0,8 tCO2/M€ soit -1,5% dans l'empreinte carbone de l'ensemble des fonds concernés par la réforme. À plus long terme cependant, le bilan de la réforme dépendra des choix d'investissement des souscripteurs.

La réforme du label ISR a amélioré la prise en compte de l'enjeu environnemental, notamment en réduisant l'exposition aux énergies fossiles. Cependant, le label reste généraliste (il repose sur une évaluation globale des critère ESG, incluant donc les aspects de gouvernance et sociaux), créant une hétérogénéité parmi les fonds labellisés, où coexistent des portefeuilles très verts et d'autres peu différents des fonds classiques. Cette situation peut créer un manque de lisibilité pour les épargnants soucieux de l'impact climatique de leurs investissements. Pour y remédier, le [Forum pour l'investissement responsable](#) propose un label à plusieurs niveaux. Ce référentiel unique et gradué permettrait d'indiquer clairement le degré d'exigence environnementale de chaque fonds. Les épargnants peuvent aussi se tourner vers des labels spécialisés comme [Greenfin](#) pour l'environnement ou [Finansol](#) pour les aspects solidaires.