

*L'integrazione dei criteri ESG nelle strategie di
investimento: un'analisi delle pratiche di AXA
IM e il loro impatto sulla Performance
Finanziaria*

Prof. Marco Morelli

RELATORE

Prof. Claudio Boido

CORRELATORE

Gabriele Bottaro - 786201

CANDIDATO

INDICE

Abstract	1
Panoramica sull'importanza dell'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento.....	1
Presentazione di AXA IM come caso di studio per l'implementazione di strategie ESG	4
Obiettivi e rilevanza della ricerca	6
Capitolo 1: Principi, evoluzione e impatti dell'integrazione ESG nella finanza moderna	10
1.1. Definizione e importanza dei criteri ESG nel contesto finanziario.....	10
1.2. Teorie sull'impatto dei fattori ESG sulla performance finanziaria	17
1.3. Panoramica delle normative europee relative agli investimenti sostenibili	24
Capitolo 2: AXA Investment Managers e l'integrazione ESG: strategie, strumenti e pratiche di investimento responsabile	30
2.1. Descrizione delle politiche di investimento responsabile di AXA IM.....	30
2.2. Processi e metodologie utilizzate da AXA IM per integrare i criteri ESG nei portafogli.....	32
2.3. Analisi delle esclusioni e delle selezioni basate su criteri ESG adottate da AXA IM.....	34
2.4. Casi esemplari di disinvestimento per criteri ESG (AXA)	37
Capitolo 3: Analisi empirica e discussione: performance, volatilità e rischio nei fondi ESG e non ESG di AXA IM	40
3.1. Scelta metodologica del confronto.....	40
3.2. Descrizione sintetica dei tre fondi.....	42
3.3. Confronto degli obiettivi e politiche dichiarate nei prospetti informativi.....	46
3.4. Contestualizzazione normativa: differenza tra art. 8 e 9 SFDR e non classificati	49
3.5. Costruzione del modello di analisi: fonti, metodologia e finalità	53
3.6. Analisi preliminare dei dati Bloomberg e delle metriche di riferimento.....	55
3.7. Performance storica e profilo di rischio dei tre fondi	57
3.8. Correlazioni tra fondi ESG e non ESG	60
3.9. Analisi della composizione dei portafogli: i pesi interni.....	62
3.10. Confronto tra pesi dei fondi	71
3.11. Analisi complessiva e discussione dei risultati	75
3.12. Evidenza di coerenza/incoerenza tra teorie e dati reali.....	77
3.13. Evidenze dal mercato del credito (iTraxx 2020–2025) e impatti settoriali sui tre fondi	79
3.14. Survey Qualitativa Professionisti AXA IM come conferma interna dei gap culturali e delle evoluzioni in corso	84
3.15. Best practice e sfide future dell'approccio ESG	86

Capitolo 4: Conclusioni e raccomandazioni	90
4.1. Sintesi dei principali risultati della ricerca.....	90
4.2. Considerazioni conclusive sull'analisi dei dati effettuata.....	91
4.3. Implicazioni per AXA IM e per l'industria finanziaria.....	96
4.4. Proposte per il futuro: ricerca, governance e cultura ESG.....	97
Bibliografia	98

Abstract

Panoramica sull'importanza dell'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento

C'è stato un momento, non troppo nel passato remoto, in cui discutere di sostenibilità nella finanza sembrava quasi assurdo. I mercati, abituati a muoversi guardando solo al profitto immediato, raramente si interrogavano sulle implicazioni ambientali o sociali delle loro azioni. Tuttavia, questo paradigma aveva iniziato a sgretolarsi. In modo gradualmente ma inesorabilmente, la sostenibilità - nelle sue tre dimensioni, ambientale, sociale e di governance - è diventata parte integrante del lavoro quotidiano di gestori patrimoniali, fondi pensione, grandi conglomerati multinazionali. E non per moda passeggera, ma perché il mondo sta cambiando.

La crescente attenzione normativa, insieme alla pressione di investitori consapevoli, ha imposto un ripensamento profondo. Come notano Giese et al. (2019), oggi nessuna analisi finanziaria può dirsi completa se trascura il modo in cui un'impresa interagisce con l'ambiente, tratta i propri lavoratori o struttura la propria governance. Il concetto stesso di rischio si è allargato: oltre a quello di mercato, oggi si considera quello climatico, quello reputazionale, persino quello regolamentare. Di conseguenza, anche l'idea di performance si è fatta più complessa.

È affascinante osservare come, fin dal XIX secolo, alcuni abbiano cercato modi per investire in linea con i propri valori. Congregazioni religiose e gruppi con interessi sociali selezionavano, infatti, con cura le aziende cui destinare i capitali, escludendo quelle giudicate incompatibili. Solo in un secondo momento, a un'attenta analisi, tale sensibilità trovò una definizione teorica e una concreta applicazione sistematica. Sarà infatti l'adozione nel 2006 dei Principi delle Nazioni Unite per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili a delineare finalmente un solido quadro operativo per l'integrazione dei criteri ESG nei portafogli finanziari il che contribuì a mutare profondamente i paradigmi in atto (Dimson, Marsh & Staunton, 2020). (Dimson, Marsh & Staunton, 2020).

Come questa integrazione si concretizzi, tuttavia, è materia tutt'altro che omogenea. Vi sono strategie di esclusione, che eliminano interi settori – armi, tabacco, combustibili fossili – ritenuti troppo rischiosi o eticamente problematici (Khan, 2019). Vi è poi l'approccio “best in class”, che privilegia quelle aziende che, all'interno del proprio comparto, si distinguono per prassi sostenibili (Cerqueti et al., 2021). Altri investitori, invece, scelgono la via dell'engagement: non vendono, ma dialogano, cercando di migliorare dall'interno le politiche ESG delle aziende

partecipate (Drei et al., 2019). Sono tre approcci differenti, eppure accomunati da una stessa logica di fondo: l'idea che sostenibilità e valore siano sempre più intrecciati.

La letteratura empirica, negli ultimi anni, ha cercato di misurare questo legame. I risultati non sono sempre univoci, anche se alcuni tratti delineati di un trend possono essere rinvenuti: ci si riferisce soprattutto al fatto che, oggi più di ieri, le imprese con alti standard ESG tendono a essere meno volatili e, quindi, più resilienti nei momenti di crisi. Il che le rende maggiormente capaci nella capacità di attrarre e far convergere su di esse capitali a costi inferiori (Gibson, Krueger & Schmidt, 2019). Non si tratta solo di "etica", ma di efficacia nella gestione del rischio. Come notano ancora Giese et al. (2019), queste imprese godono spesso di multipli più elevati, proprio perché percepite dal mercato come più solide nel lungo periodo.

A rafforzare tutto questo è intervenuto, con decisione, il quadro normativo europeo. Il regolamento SFDR impone ai gestori di rendere conto dei rischi di sostenibilità nei propri prodotti; la Tassonomia UE definisce cosa si possa considerare "green" in termini oggettivi (AXA, 2021). Si tratta di strumenti concepiti per contrastare fenomeni di greenwashing, ma anche per offrire agli investitori – grandi o piccoli che siano – parametri affidabili e comparabili. In tutto questo, cresce anche la domanda di trasparenza da parte degli stakeholder. Non si tratta solo di investitori istituzionali. Sempre più spesso, anche i risparmiatori privati – specie quelli più giovani – chiedono di sapere dove finiscono i propri soldi, e con quali impatti. Come rilevato da AXA IM (2018), il mercato si sta adattando. L'attenzione per gli ESG non è più una nicchia, ma una tendenza strutturale. E chi vuole restare competitivo, deve tenerne conto.

Integrare autenticamente la sostenibilità nelle decisioni finanziarie non significa soltanto modificare parametri, ma anche imparare a leggere ed interpretare una realtà assai più complessa. In questo contesto, appare evidente che sia di vitale importanza la gestione – quanto soprattutto l'analisi – proprio dei dati ESG che ormai rappresentano una parte sempre più determinante nella valutazione dei rischi quanto delle opportunità d'investimento. Anche se l'attenzione a tali fattori sia in crescita, ancora oggi perdurano ampi margini di miglioramento in tal senso, ossia nella direzione di una loro integrazione sistematica nelle pratiche decisionali, soprattutto per quanto attiene gli aspetti ambientali e di governance. Particolarmente interessante è il potenziale offerto dall'impiego di tecniche di analisi avanzate su dataset sempre più granulari, al fine di cogliere relazioni e impatti non evidenti ma significativi. La mole di informazioni che circola – tra report aziendali, benchmark internazionali e piattaforme digitali – è tale da richiedere strumenti analitici avanzati. Non sorprende, allora, che molte società facciano ricorso a tecnologie sofisticate: algoritmi di apprendimento automatico e modelli di analisi

predittiva basati su Big Data vengono ormai impiegati per elaborare profili ESG con un grado di dettaglio impensabile fino a pochi anni fa (Kräussl, Oladiran & Stefanova, 2024).

Tuttavia, l'uso crescente di queste tecnologie non ha risolto tutte le criticità. I rating ESG, per esempio, pur essendo diventati strumenti di riferimento per molti investitori istituzionali, si basano ancora su metodologie eterogenee, spesso non trasparenti. Ogni agenzia definisce i propri criteri, attribuisce pesi differenti ai vari fattori e applica modelli proprietari di valutazione. Di conseguenza, aziende che ricevono un giudizio positivo da un'agenzia possono risultare penalizzate da un'altra, rendendo difficile per chi investe orientarsi in modo univoco. In questo scenario, il rischio che si generino distorsioni o interpretazioni troppo compiacenti è tutt'altro che trascurabile. I fenomeni come la sovra rappresentazione delle attività rispettose dell'ambiente, vale a dire il greenwashing, che artificiosamente descrive in modo positivo attività che in realtà non soddisfano criteri autentici di sostenibilità, pongono un rischio reale, tanto da richiedere - come osservato da Pikatza-Gorrotxategi et al. (2024) - uno sforzo rinnovato e uniforme nello standardizzare i processi valutativi.

Le difficoltà, in fondo, coinvolgono non solo le agenzie di valutazione, ma anche gli operatori del mercato finanziario stessi, i cui investimenti e le cui decisioni potrebbero essere erroneamente guidati da informazioni non sufficientemente chiare e obiettive. Anche il loro ruolo è essenziale nella costruzione di un sistema finanziario veramente attento ai criteri ESG.

Banche, gestori patrimoniali e analisti sono chiamati oggi a compiere uno sforzo di coordinamento con le strutture ESG interne, affinché le valutazioni siano realmente integrate e non ridotte a mere etichette formali. Questo implica un salto culturale oltre che operativo: serve formazione, serve confronto interdisciplinare, ma serve soprattutto la volontà di riconoscere che i criteri ambientali, sociali e di governance non possono essere trattati come un comparto separato della due diligence finanziaria.

Nel frattempo, la letteratura continua a interrogarsi su una questione tuttora dibattuta: l'adozione di prassi ESG ha un impatto positivo o negativo sulla performance finanziaria? Non esiste, a oggi, una risposta definitiva. Se da un lato diversi studi mettono in luce come le imprese ad alto rating ESG tendano a ottenere rendimenti più stabili e a lungo termine, anche grazie a una minore esposizione al rischio sistemico, altre ricerche mettono in guardia da effetti di segno opposto nel breve periodo (Halbritter & Dorfleitner, 2015). È del tutto plausibile, infatti, che investire in sostenibilità comporti, almeno inizialmente, un incremento dei costi operativi. Rivedere le catene di fornitura, adeguarsi a nuovi standard, riformulare strategie di governance richiede tempo e risorse. Eppure, nel medio-lungo periodo, questi stessi costi possono tradursi in

vantaggi competitivi: una base di stakeholder più fidelizzata, una reputazione più solida, un'esposizione minore a sanzioni normative (Lindsey, Pruitt & Schiller, 2024).

Da questo punto di vista, l'integrazione ESG non può più essere considerata un semplice adempimento regolamentare, né una leva reputazionale. Sta diventando, piuttosto, uno dei fattori strutturali che influenzano le logiche stesse dell'allocazione del capitale. È questo il momento cruciale: non si tratta più di chiedersi se la sostenibilità convenga, ma di riconoscere che sta rimodellando, nel profondo, l'intero ecosistema finanziario. Le implicazioni sono vaste e varie: si pensi alla definizione di parametri di riferimento, alla valutazione del rischio del portafoglio considerando non solo la volatilità dei mercati ma anche fattori climatici, normativi e sociali. In sintesi, si sta delineando un nuovo orizzonte operativo, dove il capitale si sposta – o dovrebbe spostarsi – non solo in cerca di profitto, ma anche in risposta a una domanda crescente di responsabilità sociale. Alcune società finanziarie stanno già adottando questa prospettiva lungimirante, considerando parametri non solo di crescita economica ma anche di impatto ambientale e inclusione sociale. Un cambiamento che sembra inevitabile ma che richiederà sforzi ed energie da parte di tutti gli attori per traghettare il settore verso un modello realmente sostenibile.

Presentazione di AXA IM come caso di studio per l'implementazione di strategie ESG

Nel caotico panorama finanziario contemporaneo, sembra che tutti lodino la sostenibilità. È quasi inevitabile imbattersi in proclami che vantano l'importanza della tutela ambientale, dell'inclusione sociale e di una governance etica. Tuttavia, nonostante queste altisonanti promesse, sono pochissime le realtà che abbiano veramente tramutato tali parole in concreti atti, con politiche durature e strategie davvero efficaci. Tra queste rare eccezioni emerge AXA Investment Managers: non tanto per i proclami adottati, quanto per la coerenza dimostrata pazientemente nel tempo. Il suo impegno nell'integrare i criteri ESG non nasce da un'operazione di facciata, né da una corsa affannosa verso la moda del momento. Al contrario, ciò che colpisce è la profondità con cui questi principi si sono intersecati con l'essenza stessa della società. Non è tanto e non solo il fatto di porre in essere una semplice aggiunta al modello gestionale tradizionale, ma quello di addivenire alla consapevolezza della necessità di adottare una revisione strategica che ha cambiato la prospettiva con cui valutare il valore di un investimento: non soltanto in base al ritorno immediato, ma considerando anche l'impatto sistemico e la capacità di generare valore sostenibile nel tempo (AXA IM, 2018; AXA IM, s.d.).

Questa trasformazione è avvenuta gradualmente ma con fermezza, a partire da una ridefinizione della nozione stessa di rischio. Nell'analisi di portafoglio, i fattori ambientali, sociali e di governance non sono stati trattati come elementi estranei, ma riconosciuti come segnali preziosi per intercettare criticità potenziali o, viceversa, opportunità trascurate. In questa logica si inseriscono le politiche di esclusione adottate dalla società: AXA IM ha scelto deliberatamente di non esporsi a settori percepiti come strutturalmente incompatibili con una visione di lungo periodo – basti pensare al carbone, alle armi non convenzionali, al tabacco – non per moralismo, ma perché quei comparti appaiono oggi più fragili sul piano reputazionale, regolamentare e ambientale (AXA, 2021).

Tale approccio non si esaurisce però nella logica dell'esclusione. Parallelamente, la società ha scelto di incentivare quelle imprese che, anche operando in settori tradizionali o a forte impatto, mostrano una reale propensione all'innovazione sostenibile. È qui che si colloca l'adozione della strategia "best in class", che premia le aziende più virtuose all'interno di ciascun comparto produttivo, sulla base di una valutazione comparata dei loro comportamenti e risultati in ambito ESG (Cerqueti et al., 2021). È un metodo che guarda al merito e non alla categoria, che non generalizza ma discrimina con attenzione, premiando chi investe per adattarsi alle sfide del futuro.

Un altro aspetto rilevante, spesso sottovalutato nei giudizi sommari su queste strategie, riguarda il rapporto con le imprese in cui si investe. AXA IM non si limita ad acquistare titoli, ma si propone come interlocutore attivo, pronto a instaurare un confronto continuo con i vertici aziendali su temi cruciali come la trasparenza, la struttura di governance, le politiche ambientali. Questo lavoro di engagement, paziente e talvolta complesso, è uno degli strumenti più efficaci per influenzare i comportamenti nel medio periodo, soprattutto quando è accompagnato da un voto consapevole nelle assemblee societarie (Angeloni, 2025).

Chiaramente tutto ciò presuppone una profonda capacità di analisi visto e considerato che non basta certo solo dichiararsi sostenibili, piuttosto serve ed occorre essere in grado di misurare ciò che si sta facendo. AXA IM ha sviluppato negli anni un sistema di valutazione interno capace di attribuire un punteggio ESG alle aziende oggetto di investimento. Questo rating, costruito su parametri proprietari e aggiornato con continuità, consente ai gestori di avere una visione articolata delle performance non solo economiche, ma anche ambientali e sociali delle imprese (Segal, 2023). È un lavoro che richiede strumenti, tempo e risorse, ma che diventa essenziale quando la posta in gioco è la credibilità dell'intero approccio.

Ma la questione, come sempre, non si esaurisce nei modelli interni. AXA IM si è distinta anche per la sua capacità di stare al passo con un contesto normativo in rapida evoluzione. L'adesione

convinta al regolamento europeo SFDR, così come l'impegno nella trasparenza della rendicontazione ESG, sono indizi di una volontà chiara: offrire agli investitori dati solidi, leggibili, confrontabili. In un settore in cui il rischio di greenwashing è tutt'altro che trascurabile, costruire fiducia diventa un compito fondamentale (Pikatz-Gorrotxategi et al., 2024).

Da ultimo, va sottolineato l'interesse crescente mostrato da AXA IM verso strumenti come i green bond e i social bond. In questo ambito, la società non si è limitata a partecipare come investitore, ma ha spesso svolto un ruolo attivo anche nelle fasi di strutturazione ed emissione, contribuendo a indirizzare risorse verso progetti con impatti ambientali o sociali verificabili (AXA IM, 2018). Non è un caso, dunque, che il gruppo venga spesso citato come uno degli attori più credibili nel panorama europeo della finanza sostenibile.

In definitiva, l'esperienza di AXA IM ci offre uno spunto utile per riflettere sul modo in cui un operatore finanziario possa, senza rinunciare al rigore dell'analisi e alla ricerca di rendimento, contribuire a costruire un'economia più responsabile. Non attraverso proclami, ma con strumenti, metodo e una visione chiara di ciò che la sostenibilità significa davvero nel tempo lungo.

Obiettivi e rilevanza della ricerca

Oggi si parla molto di sostenibilità, a tal punto che il termine rischia di perdere il suo peso specifico. Ma al di là delle dichiarazioni, delle etichette e delle buone intenzioni, la vera questione rimane aperta: tutto questo impegno dichiarato verso l'ESG si traduce davvero in risultati? O resta confinato nel perimetro di un linguaggio ormai codificato, ma talvolta vuoto?

Da qui nasce il senso di questa ricerca: esplorare, senza pregiudizi e con strumenti concreti, se l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance generi davvero un impatto tangibile sulla performance di un investimento. In altre parole, l'obiettivo non è semplicemente quello di descrivere delle strategie, ma di verificarne gli esiti, misurando rendimenti e volatilità, e chiedendosi se la sostenibilità possa dirsi anche efficace, oltre che giusta.

In questa prospettiva, AXA Investment Managers rappresenta un osservatorio privilegiato. Si è scelto di analizzare due fondi dichiaratamente sostenibili – l'AXA WF Global Green Bonds e l'AXA WF Euro Sustainable Bonds – e di affiancarvi un fondo non ESG, l'Euromobiliare Corporate Investment Grade I, proprio per costruire un confronto che sia il più possibile diretto e significativo. Nessuna astrazione, quindi: solo dati, andamento reale e un'analisi che tenga conto dei diversi scenari di mercato.

Per indagare questo rapporto tra sostenibilità e risultato, si è fatto ricorso ad alcuni indicatori ben noti nel mondo finanziario, come il Value at Risk, lo Sharpe Ratio e la deviazione standard dei rendimenti. Ma qui quegli strumenti assumono un significato diverso. Non servono soltanto a misurare il rischio o l'efficienza di un portafoglio: diventano chiavi per aprire una questione più ampia, quasi esistenziale per la finanza contemporanea. Ovvero: è possibile che l'adozione di pratiche sostenibili rafforzi davvero, sul lungo periodo, la struttura di un investimento? O siamo di fronte a una moda costosa, senza ritorni concreti?

La domanda che accompagna tutta la ricerca, in fondo, è una sola, ma densa di implicazioni: integrare criteri ESG significa davvero ottenere portafogli più stabili e meglio performanti rispetto a quelli costruiti su logiche tradizionali? E se sì, in quali condizioni di mercato? La risposta non si dà per scontata. Si cerca, invece, di costruirla un passo alla volta, mettendo alla prova ipotesi, interrogando i dati, e cercando di fare chiarezza in un campo in cui le certezze sono ancora poche, ma le attese molto alte.

La cornice in cui si inserisce questa analisi è tutt'altro che stabile. Basti pensare, per esempio, all'impatto sempre più marcato della cosiddetta carbon pricing. Le aziende che operano in settori ad alta intensità di emissioni – energetico, manifatturiero, chimico – si trovano sempre più spesso a dover fare i conti con costi legati alla CO₂, sia in forma diretta (tasse, regolamenti) che indiretta (pressioni da parte degli investitori, perdita di attrattività). È un elemento che condiziona le scelte e può, nel tempo, ridefinire i margini di profitto. Per questo motivo, una parte dell'indagine si propone di valutare se e in che misura questa variabile – il prezzo implicito o esplicito del carbonio – incida sulle performance dei fondi, soprattutto nei casi in cui il portafoglio è più esposto a società che non adottano strategie di decarbonizzazione (Huang, 2024).

L'intero progetto di ricerca è stato strutturato seguendo un percorso che cerca di essere tanto ordinato quanto onesto nel ricostruire la complessità dell'argomento. Si parte da un quadro teorico, che esplora non solo la letteratura scientifica sull'efficacia dei criteri ESG, ma anche le evoluzioni normative più recenti: la Tassonomia UE e il Regolamento SFDR, ad esempio, non sono meri riferimenti tecnici, ma snodi essenziali per comprendere come la finanza stia ridefinendo se stessa.

Il terzo capitolo è interamente dedicato ad AXA IM. Si analizzano le scelte gestionali, le logiche di esclusione e selezione, gli strumenti utilizzati per monitorare gli impatti ambientali e sociali. Non si tratta di fare un elogio, né tantomeno una critica: l'obiettivo è quello di capire, in modo il più possibile oggettivo, come un grande player stia affrontando la sfida della sostenibilità.

Il cuore del lavoro, tuttavia, si trova nel quarto capitolo. È qui che si entra nel vivo della comparazione tra i fondi: uno ESG, uno non ESG. È qui che i numeri parlano – o tacciono. Non si tratta solo di guardare ai rendimenti in astratto, ma di contestualizzarli, leggerli alla luce delle turbolenze di mercato, delle scelte di politica monetaria, delle oscillazioni legate a crisi o shock esterni. E ancora: si valuta quanto i criteri ESG abbiano effettivamente mitigato la volatilità o, al contrario, prodotto inefficienze. La risposta, va detto subito, non sarà mai assoluta: ma potrà contribuire a far luce su tendenze, correlazioni, e forse anche su qualche convinzione da rimettere in discussione.

A completare il lavoro, il quinto capitolo propone una riflessione comparata tra quanto emerso nell'analisi e quanto la letteratura internazionale ha finora affermato sul tema. È uno spazio dedicato al confronto, più che alla conferma. Perché ogni dato, per essere utile, va interpretato, contestualizzato, persino criticato. Solo così può diventare davvero conoscenza.

Le conclusioni, inoltre, cercano di tenere insieme tutte le fila. Si prova a capire quali implicazioni emergano per AXA IM, ma anche per chi – nel settore – si trova a dover decidere se (e come) integrare la sostenibilità nei propri modelli di investimento. Le indicazioni che ne derivano non sono ricette, né slogan: piuttosto, suggerimenti per continuare a esplorare una strada che è, ancora oggi, in costruzione.

Ciò che questa ricerca mette in discussione va ben oltre il mero confronto tra fondi: in gioco c'è la possibilità di leggere in modo più profondo e sfaccettato l'intersezione tra teoria, prassi e valutazione empirica all'interno di un universo – quello della finanza sostenibile – che si muove rapidamente, ma che ancora oggi presenta ampie zone grigie e interrogativi aperti. Nonostante un dibattito ormai stratificato, il piano accademico rimane attraversato da visioni divergenti. Se, da un lato, alcuni studiosi sono convinti del fatto che i criteri ESG possano contribuire a contenere il rischio sistemico e a migliorare l'efficienza nella gestione del capitale (Gibson, Krueger & Schmidt, 2019), dall'altro non mancano posizioni distanti a tal punto rispetto questo punto di vista da essere considerata come critiche di esso in quanto ne mettono in dubbio la reale capacità di garantire performance superiori o anche solo paragonabili a quelle degli approcci più tradizionali (Cornell, 2020).

L'analisi dei fondi gestiti da AXA IM si inserisce esattamente e propriamente in tal senso: l'intento non è soltanto osservare l'andamento dei rendimenti nel tempo, ma comprendere se questi si accompagnino a una maggiore stabilità nei momenti di stress dei mercati, quando la resilienza dei portafogli viene davvero messa alla prova. In altre parole, ci si interroga sulla solidità delle promesse legate alla sostenibilità: quanto valgono davvero quando il contesto si fa incerto?

Accanto a questo piano analitico, il lavoro assume anche una valenza fortemente operativa. I risultati, infatti, sono pensati per fornire strumenti concreti a coloro che, per mestiere o responsabilità, si trovano a dover orientare scelte di investimento.

Che si tratti di gestori patrimoniali, regolatori o investitori istituzionali, l'obiettivo è quello di offrire dati chiari, raccolti ed elaborati con rigore, per sostenere decisioni più consapevoli. Attraverso indicatori quantitativi solidi e la comparazione delle performance in differenti scenari di mercato, si mira a restituire un quadro attendibile del peso che l'integrazione ESG può realmente avere in termini di gestione del rischio e costruzione di valore nel lungo periodo (Segal, 2023).

Dal punto di vista metodologico, infine, si è scelto di non semplificare la complessità, ma di abbracciarla. L'indagine unisce l'analisi quantitativa, fondata sull'esame di metriche finanziarie rigorose, a una componente qualitativa capace di cogliere sfumature, contesti e logiche operative. È da questa doppia prospettiva – numerica e narrativa – che prende forma una lettura più completa dei processi di investimento responsabile, con l'ambizione di contribuire a un discorso più maturo e aderente alla realtà che si vorrebbe rappresentare.

Da un lato, si procederà a un'analisi statistica comparata tra fondi ESG e fondi non ESG appartenenti alla medesima realtà gestionale, con particolare attenzione a variabili chiave come la volatilità, il rischio atteso e la distribuzione dei rendimenti. Dall'altro lato, la dimensione qualitativa del lavoro si avvarrà di testimonianze dirette, raccolte tramite interviste con i referenti interni ad AXA IM, impegnati nello sviluppo delle strategie ESG. Sarà proprio da questo dialogo – a tratti tecnico, ma anche ricco di implicazioni valoriali – che emergeranno elementi preziosi per comprendere la logica che guida le scelte sostenibili e la visione strategica che le sorregge (AXA IM, 2018). Non va dimenticato, infine, un aspetto che negli ultimi anni ha acquisito centralità crescente: il passaggio da una percezione “etica” dell'investimento responsabile a un riconoscimento della sua rilevanza economica. Se un tempo scegliere fondi sostenibili significava aderire a una visione etica del mercato, oggi sono sempre più numerosi coloro che vedono nei fattori ESG delle vere e proprie variabili finanziarie. Parametri, cioè, capaci di incidere in modo diretto sulla redditività e sulla solidità dell'azienda. La ricerca cercherà allora di capire in che modo AXA IM utilizzi queste informazioni non soltanto per costruire portafogli più “green” sul piano comunicativo, ma per rafforzare la propria capacità di selezionare titoli resilienti, distribuire il capitale con maggiore accortezza e affrontare – senza subirle – le crisi ambientali, normative e finanziarie. In quest'ottica, i criteri ESG non si limitano a “colorare” di sostenibilità le scelte d'investimento, ma divengono strumenti decisionali a tutti gli effetti, capaci di generare valore tangibile e misurabile nel tempo (Cerqueti et al., 2021).

Capitolo 1: Principi, evoluzione e impatti dell'integrazione ESG nella finanza moderna

1.1. Definizione e importanza dei criteri ESG nel contesto finanziario

Se si vuole originare l'analisi dal punto di vista definitorio dei criteri di cui ci occuperemo nell'ambito della finanza moderna e contemporanea non si può trascendere da una ineludibile premessa. E cioè che il concetto di investimenti sostenibili, noti con l'acronimo ESG, sia emerso come uno dei cambiamenti più significativi nel mondo della finanza negli ultimi decenni e pare di un certo interesse rilevare che dal punto di vista semantico, il modo di intendere e di conseguenza di valutare un investimento in base al suo impatto ambientale, sociale e di governance sembra piuttosto un trend recente: la sigla ESG, infatti, a ben vedere, è comparsa per la prima volta nei documenti finanziari solo nel 2004 e nello specifico in occasione della pubblicazione del rapporto delle Nazioni Unite dal titolo *Who Cares Wins*. In quel documento, l'allora segretario generale Kofi Annan aveva introdotto il concetto. Prima di entrare nel lessico istituzionale, il legame tra sostenibilità e rendimenti a lungo termine era già stato analizzato in alcuni studi, specialmente per quanto riguardava altre forme di investimento (Dimson, Marsh & Staunton, 2020).

A ben guardare, ad ogni modo, il concetto di ESG nasce da radici più antiche: i fondi di investimento etico, in inglese Socially Responsible Investment, ovvero SRI, nascono infatti negli USA negli anni Settanta del Novecento: il contesto era quello del rigoroso criterio di screening riguardo le attività belliche, di produzione e diffusione di alcol e tabacco (Matos, 2020).

Nel tempo, poi, sia la teoria sia la prassi hanno visto espandersi la definizione dei tre pilastri ESG: nella prima componente - la "E" per intenderci - oltre all'effetto sul cambiamento climatico, il consumo di risorse naturali e l'inquinamento, si comprende ormai in quest'ottica anche la gestione dei rifiuti e il processo di transizione energetica. La componente "S", cioè le condizioni di lavoro, i diritti umani, la diversità e l'inclusione, il wellness della comunità locale e le politiche di filiera, accresce sempre in misura maggiore il proprio ambito. Infine, per "G" si include la compliance, il consiglio d'amministrazione, l'attitudine anticorruzione, la trasparenza e la giustizia retributiva (Cornell, 2020; Giese et al., 2019).

Questa classificazione è diventata il principale metodo concettuale per quanto riguarda le agenzie di rating ESG, le istituzioni d'investimento, le banche, le istituzioni di internet e i regolatori. Inoltre, il numero di agency di rating ESG e standard di reporting – da SASB a GRI, da TCFD all'IFRS Sustainability Disclosure Standard – è progressivamente aumentato sia in

termini numerici quanto di ingerenza e rilevanza (Pikatz-Gorrotxategi et al., 2024; Gibson, Krueger & Schmidt, 2019).

A questo punto è importante sottolineare come l'ESG non rappresenti un sistema normativo rigido e immutabile: si tratta piuttosto di un insieme eterogeneo di approcci, metriche e interpretazioni soggette a evoluzione nel tempo e nello spazio. E proprio tale natura “plasmabile” ha generato tanto un fertile dibattito teorico e sperimentale in merito quanto non pochi dubbi metodologici. In particolare, l'incoerenza delle valutazioni ESG prodotte da agenzie diverse ha sollevato perplessità sull'affidabilità dei rating, alimentando un acceso dibattito sul cosiddetto “ESG rating disagreement” (Gibson, Krueger & Schmidt, 2019).

Sebbene restino ancora numerose sfide da affrontare, è ormai evidente come i criteri ESG stiano guadagnando una centralità crescente nella visione degli investitori più attenti alla gestione del rischio e alla selezione dei titoli. Fino a poco tempo fa, parlare di criteri ESG nei processi decisionali significava, per molti operatori, muoversi sul terreno del “supplementare”, quasi si trattasse di un'aggiunta a posteriori, più utile a costruire una buona immagine che a determinare scelte concrete. Oggi, invece, la prospettiva si è rovesciata. I parametri ambientali, sociali e di governance sono entrati nel cuore della valutazione economica, e non solo per ragioni etiche o reputazionali. Servono a leggere la tenuta reale di un'impresa: quanto è solida, quanto è pronta a reagire, fino a che punto sa guardare avanti.

È un cambiamento che ha contagiato i grandi protagonisti del mondo finanziario, spesso in modo irreversibile. Piani previdenziali, fondi pensione, compagnie assicurative e mandati istituzionali non trattano più gli ESG come una variabile laterale, ma come un elemento strutturale nei modelli di allocazione. Non è un caso che AXA Investment Managers, nel recepire le indicazioni regolatorie europee, abbia deciso di classificare buona parte dei propri fondi in base agli articoli 8 e 9 del regolamento SFDR. Una scelta che – al di là della conformità normativa – traduce in atto una precisa intenzione: costruire portafogli che sappiano tenere insieme risultati economici e impatto sostenibile (AXA IM, 2018; AXA, 2021).

La svolta normativa impressa dalle istituzioni europee ha giocato un ruolo decisivo in questa transizione. Le nuove direttive, infatti, non si limitano a introdurre obblighi di trasparenza o a definire standard comuni. Hanno impresso una spinta culturale: chiedono coerenza, chiedono che i principi ESG non siano solo dichiarati nei documenti ufficiali, ma trovino effettiva traduzione nelle strategie aziendali. È un processo che non riguarda solo i bilanci, ma il modo stesso in cui si governa, si comunica e si decide. E che, inevitabilmente, ha finito per toccare l'intera architettura dell'ecosistema finanziario: dagli emittenti ai gestori, dai consulenti alle autorità di vigilanza (Angeloni, 2025).

La vera svolta, tuttavia, non sta solo nell'ampliamento delle normative o nella diffusione delle pratiche ESG, bensì nel mutamento profondo del significato attribuito a questi parametri. Se fino a poco tempo fa essi venivano evocati per finalità prevalentemente reputazionali o per adempiere a obblighi formali, oggi rappresentano strumenti sempre più precisi per individuare quei fattori non finanziari che, pur non figurando nei conti economici, esercitano un'influenza crescente sulla creazione di valore e sulla sostenibilità economica delle imprese. È il concetto, ormai affermato, di “materialità finanziaria dinamica”: una visione che riconosce come gli impatti ambientali, sociali e di governance non siano statici, ma si modifichino nel tempo e in funzione dei contesti, determinando in modo sostanziale la capacità competitiva di lungo periodo (Islam & Habib, 2024; Landier & Lovo, 2020). Letti in quest'ottica, i criteri ESG smettono di essere una griglia teorica e si trasformano in un prisma analitico capace di rivelare la robustezza sistemica delle aziende. Davanti a scenari segnati da cambiamenti climatici sempre più repentini, da instabilità geopolitiche, da rivoluzioni tecnologiche e da fratture sociali profonde, la solidità di un'impresa non si misura più solo con i tradizionali indicatori contabili. Guardare al profilo ESG significa allora esplorarne la resilienza, la capacità di adattamento, il grado di reattività a stress esterni che, oggi, costituiscono parte integrante dell'ambiente competitivo. Non stupisce, dunque, che l'attenzione accademica verso queste tematiche sia cresciuta in parallelo a quella degli operatori di mercato. L'obiettivo non è più soltanto definire cosa siano i criteri ESG o come vadano applicati, ma comprendere – anche alla luce dei più recenti sviluppi normativi, strategici e culturali – perché siano diventati, in molte circostanze, uno degli elementi più rilevanti nella ridefinizione stessa delle logiche che governano i mercati finanziari globali. Comprendere come e perché gli ESG si siano trasformati da opzione marginale a motore di cambiamento – nel giro di poco più di due decenni – significa afferrare una delle dinamiche più significative della finanza contemporanea.

Va infatti rilevato che l'integrazione graduale dei criteri ESG nelle decisioni finanziarie abbia trasformato un approccio inizialmente percepito come “accessorio” in uno dei pilastri della moderna finanza. In origine questi criteri venivano usati in via prevalentemente negativa, per escludere determinati settori ritenuti non etici. Un esempio sono le politiche adottate da alcuni fondi negli anni Ottanta e Novanta dello scorso millennio che evitavano, come brevemente citato in precedenza, investimenti in aziende legate ad armi, tabacco, alcol o combustibili fossili (Matos, 2020).

Tuttavia, questo primitivo approccio esclusivo non era ancora in grado di rendere i criteri ESG centrali nella gestione e la vera svolta è arrivata con il concetto di rilevanza finanziaria applicato agli aspetti ESG. Secondo tale nozione, un determinato fattore è considerato realmente

“rilevante” solo se in grado di incidere significativamente sul valore e sul rischio di un’impresa. È lungo questo tracciato che la sostenibilità ha cessato di essere percepita come un vincolo esterno o una concessione etica, per iniziare a imporsi come una variabile rilevante di performance. Sempre più investitori – sia individuali sia istituzionali – hanno compreso che ignorare le implicazioni ambientali, sociali o di governance non significa “risparmiare” attenzione, ma piuttosto esporsi a rischi mal calcolati e a sorprese negative nei bilanci (Cornell, 2020; Giese et al., 2019).

Tra le componenti dell’universo ESG, quella che ha assunto un ruolo centrale, per urgenza e concretezza, è senz’altro la gestione del rischio extra-finanziario. Non è più il tempo delle ipotesi, ma quello delle prove concrete: esistono dinamiche che sembrano lontane dalla logica del mercato ma che finiscono per colpire proprio il cuore del valore aziendale. Gli ultimi anni ci consegnano esempi che hanno fatto scuola: basti pensare allo scandalo contabile Enron, al dieselgate che ha travolto Volkswagen o alla catastrofe ambientale della piattaforma Deepwater Horizon di BP. In ciascuno di questi casi, ciò che è venuto meno non è stato solo un principio etico, ma l’intero impianto di fiducia e con esso miliardi di capitalizzazione (Dimson, Marsh & Staunton, 2020). Le conseguenze non sono rimaste confinate nel campo simbolico, né si sono limitate a intaccare la reputazione: hanno inciso sul valore reale, portando con sé multe salate, crolli in borsa, cause legali e ristrutturazioni profonde.

È in questa direzione che si è mossa la riflessione normativa europea, introducendo un concetto innovativo attraverso la disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità: la cosiddetta teoria della “doppia materialità”. Secondo questa visione, un’informazione è rilevante economicamente non solo quando impatta le prestazioni dell’azienda in senso stretto, ma anche quando riguarda gli effetti che quell’impresa esercita sul mondo esterno, sull’ambiente naturale, sulle condizioni sociali e collettive. In altre parole, non è più sufficiente chiedersi come il contesto possa influenzare un portafoglio d’investimenti: bisogna lo stesso interrogarsi sul tipo di impronte che quel portafoglio lascia nel contesto in cui opera. Questa inversione dello sguardo non è meramente simbolica. Ha ridefinito il modo in cui si costruiscono i rating ESG, ha sollecitato l’elaborazione di metriche più sofisticate e ha spinto verso una maggiore trasparenza nei criteri di valutazione. L’investitore, in quest’ottica, non è più solo un attore che si protegge dal rischio, ma diventa anche un agente che può – e deve – orientare attivamente il cambiamento. Un cambiamento che, per essere credibile, dev’essere misurabile, tracciabile, verificabile (Pikatz-Gorrotxategi et al., 2024).

Una simile evoluzione teorica non è rimasta priva di conseguenze pratiche. Essa ha infatti innescato un processo di profonda revisione dei criteri di valutazione adottati nel campo ESG,

spingendo verso una maggiore trasparenza nella costruzione degli indici, una raffinazione delle metodologie di rating e una più netta confrontabilità dei dati a disposizione. L'obiettivo, sempre più esplicito, è quello di dotare i soggetti economici di strumenti solidi per misurare – e non soltanto dichiarare – la sostenibilità delle proprie scelte, rendendo la finanza capace di dialogare in modo strutturato con le grandi transizioni ambientali, tecnologiche e sociali in corso (Pikatz-Gorrotxategi et al., 2024).

Non sorprende allora lo scenario che si è venuto a delineare: per decenni, gli investimenti sono stati guidati da logiche puramente numeriche e modelli rischio-rendimento. Oggi i gestori, come AXA Investment Managers, considerano fattori ambientali e sociali nell'analisi fondamentale, scelta obbligazionaria e costruzione del portafoglio. Come riportato da AXA IM, gli ESG vengono integrati sempre più nelle varie asset class, focalizzandosi sul “fixed income” entro il quale, di fatto, rischi climatici o di governance impattano direttamente su rating e sul tasso di rischio o incertezza dell'investimento (AXA IM, 2018; Segal, 2023).

Il passaggio da strumento marginale a driver strategico è dimostrato anche dalle normative UE sulla disclosure finanziaria, in particolare SFDR e Tassonomia che richiedono esplicitamente di considerare sostenibilità nei rischi dei prodotti: i fondi “Articolo 8 o 9” devono dimostrare non solo di promuovere caratteristiche ambientali e sociali, ma anche processi chiari di valutazione e monitoraggio degli impatti ESG (AXA, 2021; Angeloni, 2025) costringendo, in tal modo, i gestori a ristrutturare complessivamente fondi, strumenti di selezione e relazione con gli stakeholder. Il tutto in una sorta di “sistema” entro il quale proprio il criterio ESG si impone quale elemento integrante del ciclo di vita dell'investimento.

Negli ultimi anni, la crescente enfasi sull'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance nei processi decisionali degli investitori è stata guidata non solo da cambiamenti normativi o valoriali, ma anche dal contributo fondamentale dei fornitori di dati extra-finanziari. Società come MSCI ESG Research, Sustainalytics e ISS ESG sono ormai partner indispensabili per chi desidera orientare le proprie scelte sulla base di metriche ESG. Queste aziende hanno creato strumenti standardizzati per misurare e confrontare le informazioni ESG sempre più abbondanti prodotte dalle imprese. Sebbene alcune società pubblichino resoconti dettagliati sulle proprie prestazioni non finanziarie, il linguaggio e i metodi di reporting rimangono eterogenei. Gli investitori fanno affidamento sugli esperti di dati ESG per estrarne gli elementi rilevanti e valutare in modo obiettivo i progressi effettivi in ambito sostenibile.

Tuttavia, proprio questo processo di sistematizzazione ha messo in luce una fragilità intrinseca: le valutazioni fornite dalle varie agenzie risultano spesso discordanti, tanto che lo stesso emittente può ricevere punteggi ESG assai diversi a seconda dell'ente che effettua l'analisi.

Questo fenomeno, noto come "discrepanza valutativa", ha sollevato non poche perplessità, in particolare riguardo alla trasparenza e coerenza dei criteri impiegati (Gibson, Krueger & Schmidt, 2019). Di fronte a tale incertezza, alcuni tra i principali gestori patrimoniali - AXA IM compresa - hanno optato per sviluppare sistemi di scoring interni, calibrati sugli obiettivi strategici propri e pensati per garantire maggiore aderenza alla specificità dei portafogli amministrati (Raso, 2024).

Da questo passaggio tecnico, apparentemente marginale, emerge in realtà un cambiamento molto più profondo, che investe la natura stessa della finanza sostenibile. L'ESG ha cessato di essere una formula decorativa o un ornamento etico per diventare una chiave di lettura indispensabile nella comprensione dei mercati. Non più, dunque, una pratica opzionale per pochi pionieri sensibili ai temi ambientali o sociali, ma un vero e proprio linguaggio analitico, capace di dare forma a una nuova visione dell'investimento: più attenta alla complessità, più sensibile ai rischi sistemici, più orientata al lungo periodo.

Il risultato più visibile di questa evoluzione è forse il mutamento nel comportamento degli investitori istituzionali. Si è assistito, infatti, a una graduale ma decisa riconfigurazione dei criteri con cui vengono prese le decisioni allocative. I fattori ESG, oggi, non sono più trattati come semplici appendici normative o elementi reputazionali da gestire a margine: sono considerati, a pieno titolo, determinanti strutturali della performance e della tenuta finanziaria. Ed è proprio questa nuova centralità che ha trasformato la nozione stessa di rischio. Se prima si guardava soltanto ai bilanci e alle fluttuazioni di mercato, oggi si tiene conto anche – e sempre più spesso – della capacità di un'impresa di affrontare le sfide ambientali, sociali e regolamentari che plasmano il mondo in cui opera.

Gli investitori istituzionali – in particolare fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani e grandi gestori come AXA IM assunta non a caso quale case study della nostra analisi – si trovano oggi ad operare in mercati esposti a un'instabilità sistemica in crescita: transizione (green) energetica, crisi geopolitiche, volatilità climatica e tensioni sociali sono diventate variabili endogene ai modelli di portafoglio. In tale contesto, i criteri ESG offrono una lente integrativa per la valutazione del rischio superando la logica storica del rischio idiosincratICO e – cosa altrettanto rilevante e centrale – fornendo una struttura per interpretare rischi trans-settoriali, a lungo termine e cumulativi (Dimson, Marsh & Staunton, 2020): ad esempio, una governance debole può implicare scarsa responsabilizzazione, esponendo l'impresa a frodi o collassi reputazionali, mentre un basso rating ambientale può suggerire vulnerabilità rispetto all'evoluzione delle normative sul prezzo del carbonio o alla tassazione sulle emissioni (Huang, 2024).

Negli ultimi anni, poi, i criteri ESG stanno modificando i meccanismi di allocazione del capitale in modo sempre più complesso come hanno ben evidenziato alcune specifiche ricerche empiriche dimostrando che le società con altre performance in materia ESG tendono ad avere minori costi di finanziamento, maggiore accesso al credito e, talvolta con sorpresa, performance superiori rispetto ai benchmark (Giese et al., 2019; Gibson, Krueger & Schmidt, 2019). In aggiunta, l'afflusso costante di capitali indirizzati verso fondi contrassegnati come Art. 8 e Art. 9 ai sensi del regolamento SFDR ha spinto con forza le aziende a migliorare radicalmente la trasparenza sulle proprie performance extra-finanziarie e ad integrare pienamente i criteri ESG nelle decisioni operative (AXA, 2021; AXA IM, 2018). Questo circolo virtuoso che è venuto a configurarsi ed entro il quale il “capitale” premia le aziende più sostenibili incentivandole a diventare sempre più rispettose dell'ambiente e della società allo scopo di attirare nuovi investimenti, agisce come selezione naturale sui mercati contribuendo a un'allocazione delle risorse ancora più proficua. In tale scenario, dunque, l'ESG si configura pure come motore di efficienza sistemica, dal momento che consente agli investitori di prevedere i cambiamenti strutturali a lungo termine e di proteggersi da rischi emergenti difficilmente individuabili attraverso i tradizionali modelli finanziari. Secondo molteplici analisi dettagliate, la resilienza dei fondi ESG durante le fasi più acute della crisi pandemica ha rappresentato una chiara dimostrazione delle capacità di tali strategie di smussare la volatilità nei momenti di forte tensione sui mercati (Kräussl, Oladiran & Stefanova, 2024). Ciò è particolarmente evidente per categorie di attività come il debito, dove l'ESG può incidere sullo spread di credito, sulla durata e persino sulla struttura del rischio di tasso e dell'emittente (Segal, 2023). Non sorprende, alla luce di quanto rilevato finora, che i gestori di investimenti stiano rivedendo sempre più le loro strategie per integrare i fattori ESG: un elemento chiave in questo scenario ormai consolidato è il dialogo attivo con le imprese target per incoraggiare comportamenti più sostenibili: ad esempio, AXA IM utilizza costantemente il confronto costruttivo per indirizzare progressi concreti, dimostrando come questo approccio migliori la gestione dei rischi non solo per gli investitori ma anche per le aziende stesse (AXA IM, 2018; Raso, 2024).

Gli investitori istituzionali, insomma, oggi molto più di ieri riconoscono che la sostenibilità non sia solo fonte di rischi, ma può generare nuove opportunità se gestita con lungimiranza. Non si limitano più a valutare passivamente gli impatti ESG, bensì lavorano proattivamente per plasmare un futuro più equo e durevole, consapevoli che ciò rende i loro portafogli robusti nel tempo. Questa rivoluzione culturale ha finito per interessare anche i teorici, stimolando modelli sempre più efficaci nel dimostrare il legame virtuoso tra performance e rispetto sostenibilità, rischio sistemico e performance di portafoglio.

1.2. Teorie sull’impatto dei fattori ESG sulla performance finanziaria

A ben vedere, l’emergere della finanza sostenibile non ha semplicemente introdotto un nuovo filone d’interesse all’interno del panorama finanziario: ha piuttosto provocato un lento ma costante spostamento dell’asse teorico che per decenni ha sorretto le fondamenta dell’analisi economica. Non è solo questione di nuovi strumenti, di rating ESG o di politiche d’investimento più responsabili. In gioco, semmai, vi è una revisione – ancora in corso – dei presupposti più profondi su cui si è costruita l’architettura concettuale della finanza moderna.

Per oltre mezzo secolo, la razionalità ha rappresentato la stella polare dell’investitore ideale. Un soggetto perfettamente informato, capace di valutare ogni rischio e ogni opportunità secondo criteri rigorosamente quantitativi. La frontiera efficiente delineata da Harry Markowitz nel 1952 ha offerto una mappa precisa per orientarsi nella costruzione dei portafogli: ciò che contava era l’equilibrio tra rischio e rendimento, calcolato attraverso la varianza e la covarianza dei titoli in portafoglio. Non molto dopo, Eugene Fama (1970) formalizzava l’ipotesi dei mercati efficienti, conferendo al mercato stesso una sorta di intelligenza collettiva in grado di inglobare ogni informazione disponibile. Il risultato era un sistema apparentemente perfetto, autoregolato, impermeabile a qualsiasi istanza che non fosse espressa in termini numerici o probabilistici.

È all’interno di questa cornice che la sostenibilità, per lungo tempo, ha faticato a trovare cittadinanza. Troppo sfuggente, troppo qualitativa, troppo legata a dimensioni – ambientali, sociali, etiche – che la teoria dominante considerava irrilevanti, o peggio ancora, distorsive. L’idea che una variabile come il rispetto dei diritti dei lavoratori, o il bilancio ambientale di un’impresa, potesse avere un impatto misurabile sul valore di un titolo, veniva spesso liquidata come una forma di ingenuità etica o, nei casi più indulgenti, come una preoccupazione accessoria da relegare al margine dell’analisi.

È anche per questo che, inizialmente, l’integrazione dei criteri ESG fu percepita come una minaccia all’efficienza. Escludere settori considerati problematici – combustibili fossili, armi, tabacco – significava ridurre il perimetro degli investimenti, comprimere la diversificazione e introdurre una soggettività incompatibile con il dogma dell’ottimizzazione (Cornell, 2020). Per molti gestori, era un ostacolo, non un’opportunità.

E tuttavia, la realtà – come spesso accade – si è rivelata più complessa. Gli shock ambientali, le crisi reputazionali, le pressioni regolatorie e il mutato sentimento dei consumatori hanno dimostrato che ciò che appariva “intangibile” aveva invece ricadute concrete, anche sul piano

finanziario. Le dimensioni non economiche, a lungo confinate ai margini, hanno iniziato a mostrare una loro forza predittiva, un loro impatto sistemico.

Non si tratta di sostituire la razionalità con l'etica, né di opporre valori morali a calcoli probabilistici. Piuttosto, ciò che oggi si impone è la consapevolezza che l'efficienza non può più essere misurata in termini puramente statici o lineari. Le informazioni rilevanti per l'investitore del XXI secolo non si esauriscono nei bilanci, nei tassi d'interesse o nelle curve di rischio. Occorre una lettura più ampia, che includa la resilienza ambientale di un'impresa, la solidità del suo impianto di governance, il valore che genera – o distrugge – per le comunità in cui opera.

Certo, non mancano ancora oggi voci critiche, accademiche e professionali, che mettono in discussione l'effettiva capacità degli investimenti sostenibili di produrre ritorni competitivi (Halbritter & Dorfleitner, 2015). Ma anche questa resistenza, in fondo, testimonia quanto profonda sia la trasformazione in atto. Il punto non è più se la sostenibilità possa convivere con la finanza, ma quanto la finanza sia disposta a ridefinirsi per restare all'altezza del proprio tempo.

Non stupisce, allora, che le prime proposte di integrare fattori ambientali, sociali o di governance nei modelli di portafoglio siano state accolte con diffidenza. A prevalere era la sensazione che l'ESG costituisse un ostacolo alla libertà d'azione del gestore, che ne limitasse la capacità di diversificazione, che imponesse vincoli esterni a una logica puramente efficiente. Soprattutto l'esclusione di interi settori – come quelli legati al carbone, al tabacco o all'industria degli armamenti – era percepita come una mutilazione volontaria del campo d'azione, un freno artificiale imposto per ragioni non economiche. Di qui la convinzione, largamente diffusa anche in ambito accademico, che gli investimenti sostenibili fossero meno performanti, meno efficienti, meno razionali. Un'alternativa “etica”, sì, ma poco compatibile con le esigenze di rendimento.

Per molti anni, insomma, la finanza valoriale è rimasta ai margini, confinata nei territori dell'attivismo o della filantropia, più che nel cuore della prassi finanziaria tradizionale. Le tesi più scettiche – ben documentate nella letteratura empirica – insistevano sulla correlazione negativa tra attenzione alla sostenibilità e ritorni attesi. Halbritter e Dorfleitner (2015), ad esempio, hanno mostrato come numerosi operatori, ancora nei primi anni Duemila, considerassero i criteri extra-finanziari un fattore di rischio piuttosto che un'opportunità. E nonostante oggi il dibattito si sia in larga parte spostato su altre direttrici, è opportuno ricordare che alcune di quelle perplessità trovano ancora sostenitori, segno che il processo di piena integrazione dell'ESG nei modelli canonici non si è ancora del tutto compiuto.

A rafforzare tale diffidenza contribuiva inoltre un assunto implicito, ma profondamente radicato, nella teoria economica neoclassica: la neutralità etica del capitale. Nei modelli dominanti, il

mercato è concepito come un meccanismo impersonale, orientato esclusivamente alla massimizzazione dell'utilità. Non c'è spazio, in questa visione, per domande su ciò che è giusto o sostenibile; ciò che conta è solo ciò che è efficiente. Da qui la tendenza a considerare i criteri ESG come entità difficilmente quantificabili, se non addirittura come intrusioni ideologiche. La loro inclusione – si sosteneva – introduce incertezza, soggettività, orizzonti temporali troppo lunghi per essere gestiti con gli strumenti della finanza classica.

E in effetti, per lungo tempo, uno dei principali ostacoli all'integrazione dell'ESG è stato proprio di tipo tecnico: la mancanza di dati affidabili e comparabili, la scarsità di metriche condivise, la debolezza degli strumenti di valutazione. I benefici legati alla sostenibilità erano, in molti casi, di natura intangibile e difficilmente incorporabili nei modelli quantitativi. I dati ESG, inoltre, risultavano spesso incoerenti tra loro, privi di standardizzazione e, dunque, difficili da utilizzare con continuità. In un sistema che faceva della misurabilità il proprio principio guida, questa opacità appariva come un limite insormontabile.

Ad ogni modo, il paradigma del rischio-rendimento non è del tutto applicabile, poiché già dagli anni Novanta diversi lavori ne messo in discussione l'assolutezza. La finanza comportamentale ha evidenziato come gli investitori subiscano distorsioni cognitive, come illustrato da Kahneman e Tversky. Allo stesso tempo, le teorie istituzionali hanno sottolineato come norme, regole e aspettative collettive influenzino i valori di mercato più di quanto i modelli tradizionali riconoscano. Di conseguenza, l'affermazione dell'ESG può essere vista come una rottura parziale con l'approccio dominante e come un'evoluzione coerente dello stesso: se il rischio comprende anche quello sistemico, reputazionale, normativo o climatico, allora l'ESG si configura come una naturale estensione della moderna teoria dei portafogli. Il rischio oltrepassa dunque la mera volatilità e include quelli emergenti e non lineari legati alla biodiversità, alle disuguaglianze e alla corruzione, fenomeni dalle conseguenze imprevedibili e difficilmente stimabili (Dimson, Marsh & Staunton, 2020).

Rimane centrale il concetto di materialità dinamica che collega le vecchie e nuove pratiche ESG. In altre parole un fattore può non essere oggi rilevante per un'impresa ma diventarlo nel medio-lungo termine per l'evoluzione normativa, i cambiamenti climatici o le pressioni sociali. Questo ha spinto numerosi investitori - fra cui AXA IM - a rivedere i modelli di analisi integrando valutazioni forward-looking e approcci basati su scenari di transizione (AXA IM, 2018; AXA, 2021).

Il fatto che la finanza sostenibile stia erodendo, con ritmo crescente, le certezze della teoria classica non implica una negazione in blocco delle sue strutture fondative. Piuttosto, ciò che si profila all'orizzonte è un tentativo sempre più consapevole di riarticolare le logiche, di

interpretarne le regole alla luce di mutati paradigmi, in cui la gestione del rischio e la proiezione del rendimento non possono più ignorare la complessità del contesto ambientale, sociale e istituzionale in cui l'impresa opera. A testimoniarlo è l'attenzione crescente per strumenti analitici innovativi – come il *Climate Value-at-Risk*, i punteggi ESG-adjusted o gli indicatori di resilienza aziendale – che introducono nuove metriche nella valutazione della solidità finanziaria, segnando l'ingresso formale dei fattori ESG nei modelli di pricing e di gestione del portafoglio (Huang, 2024; Landier & Lovo, 2020).

Non si tratta, tuttavia, solo di nuovi strumenti tecnici, ma di un mutamento profondo nella concezione stessa del valore. A partire dagli anni Novanta, una fitta trama di riflessioni teoriche ha cominciato a disarticolare la centralità assoluta dell'azionista nella distribuzione dei benefici economici, aprendo spazio a una visione più articolata, capace di tenere conto delle esigenze – e dei diritti – di una pluralità di soggetti coinvolti nei processi aziendali. In questo scenario ha acquisito forza la *Stakeholder Theory* di Edward Freeman, che ha contribuito in maniera decisiva a spostare il baricentro della riflessione economica verso un modello inclusivo, in cui la legittimità dell'impresa si misura anche sulla base della sua capacità di generare valore condiviso per lavoratori, fornitori, comunità locali, istituzioni e ambiente (Giese et al., 2019).

Quella che un tempo appariva una proposta teorica marginale si è così imposta all'attenzione degli investitori istituzionali, sempre più propensi a riconoscere nella qualità delle relazioni tra l'impresa e il suo ecosistema un indicatore tangibile di solidità, stabilità e potenziale di crescita. I fattori ESG, da vincolo normativo o costo reputazionale, sono stati rivalutati come leve strategiche capaci di mitigare i rischi operativi, attrarre capitale paziente e consolidare la fiducia di stakeholder cruciali. In questo senso, pratiche quali una governance trasparente, una gestione oculata delle risorse naturali o un'attenzione autentica al benessere dei dipendenti smettono di essere meri “ornamenti etici” per rivelarsi fonti concrete di vantaggio competitivo e stabilità nei flussi di cassa.

Cambia, insomma, anche la grammatica con cui si narra la performance: una buona valutazione ESG oggi non è più solo sintomo di virtù morale, ma segnale di capacità adattiva, di coerenza strategica, di visione a lungo termine. È un modo per leggere in anticipo la tenuta dell'impresa di fronte a shock sistemici – climatici, normativi, sociali – che si fanno via via più frequenti e imprevedibili. È anche, soprattutto, una lente per valutare la reputazione, la fiducia, la license to operate, tutti elementi immateriali ma decisivi per la sopravvivenza nel medio-lungo periodo (Dimson, Marsh & Staunton, 2020; Gibson, Krueger & Schmidt, 2019).

E tuttavia, sarebbe ingenuo pensare che questo passaggio di paradigma sia ormai compiuto. Permangono, in molte realtà aziendali, resistenze culturali e operative; vi sono ancora dirigenti

ancorati a una visione lineare del profitto, incapaci o riluttanti a leggere l'ESG come una matrice di valore. Eppure, la traiettoria appare definita. L'integrazione strutturale dei criteri ambientali, sociali e di governance nei processi decisionali si sta imponendo come standard operativo, come metrica di giudizio e come condizione per l'accesso ai mercati più avanzati.

Alla base di questo mutamento non vi è una semplice spinta normativa o reputazionale, ma la consapevolezza che sostenibilità e competitività non sono più poli opposti, bensì elementi convergenti di un nuovo modello di impresa. Un'impresa che non si limita a reagire alle pressioni esterne, ma si fa soggetto attivo nella costruzione di un contesto più resiliente, inclusivo e sostenibile. Questa è, in fondo, l'essenza della cosiddetta *sostenibilità competitiva*: un approccio che rifiuta la visione della sostenibilità come costo aggiuntivo, per riconoscerne invece la forza propulsiva sull'innovazione, sull'efficienza e sulla generazione di valore durevole.

A ispirare questa visione è stato anche il contributo decisivo di Michael Porter e Mark Kramer, che con la teoria del *valore condiviso* hanno indicato la strada per un modello imprenditoriale capace di coniugare ambizione economica e impatto sociale. Nella loro prospettiva, il vantaggio competitivo non nasce più soltanto dalla capacità di dominare il mercato, ma dalla volontà di affrontare, con gli strumenti dell'impresa, i problemi più urgenti della società contemporanea: dal cambiamento climatico alle disuguaglianze, dall'inclusione sociale alla protezione delle risorse naturali (Landier & Lovo, 2020). Il profitto, dunque, non come fine esclusivo, ma come esito coerente di una strategia fondata sulla creazione di valore per tutti gli stakeholder.

Nel comparto obbligazionario, in particolare, l'adozione sistematica del modello *Sustainability Improvers* ha rappresentato una svolta rilevante: ha reso evidente come la gestione attiva possa incorporare il concetto di sostenibilità in modo dinamico, non come vincolo ma come opportunità. Lungi dal ridursi a una forma di etichettatura statica, l'integrazione ESG si configura qui come un processo evolutivo, capace di generare valore proprio nella misura in cui intercetta e accompagna traiettorie di trasformazione reale.

Questo approccio, d'altra parte, non è isolato. Negli ultimi anni, si è assistito a una vera e propria fioritura di ricerche empiriche dedicate alla relazione tra sostenibilità e performance finanziaria. Il quadro che ne emerge è composito, talvolta contraddittorio, ma nel suo insieme indicativo. Pur non mancando risultati eterogenei – dovuti alla varietà di settori, orizzonti temporali, aree geografiche e metodologie di analisi – una tendenza di fondo sembra emergere con una certa chiarezza: l'adozione di pratiche ESG è associata, nel medio-lungo periodo, a una maggiore capacità di creazione di valore, sia in termini di solidità operativa che di ritorno per gli investitori.

Non sempre questa correlazione si manifesta in modo lineare. In alcuni casi, essa può apparire attenuata, condizionata da fattori esterni o difficilmente misurabili. Eppure, ciò che appare sempre più evidente è che la sostenibilità ha cessato di essere un elemento decorativo, marginale o opzionale. È entrata, a pieno titolo, nell'architettura strategica delle scelte di investimento, guadagnandosi un ruolo che, se non ancora dominante, è senz'altro strutturale. Le grandi case di gestione, i fondi pensione, le assicurazioni, gli investitori istituzionali nel loro complesso, tendono oggi a incorporare i parametri ESG non per ragioni di facciata, ma perché li considerano centrali per la valutazione della resilienza e della performance futura di un'impresa.

Naturalmente, il dibattito accademico rimane aperto. Gli stessi studi empirici più citati segnalano che i risultati variano sensibilmente a seconda dell'asset class analizzata, della metodologia adottata, della qualità e coerenza dei dati ESG, nonché dell'arco temporale preso in considerazione. In particolare, Gibson, Krueger e Schmidt (2019) evidenziano come il disallineamento tra rating ESG e la difficoltà di definire metriche univoche rappresenti ancora oggi un ostacolo alla piena comparabilità dei risultati. Tuttavia, al di là delle divergenze analitiche, è ormai assodato che la sostenibilità è divenuta una dimensione integrante – e spesso determinante – nel processo decisionale finanziario.

Diversi studi soprattutto degli ultimi dieci anni hanno mostrato una correlazione positiva tra alti rating ESG e ritorni, sostenendo che imprese con migliori performance ESG mostrano maggiore resilienza, minore volatilità e accesso al capitale (Giese et al., 2019; Huang, 2024). I motivi di questa sovraperformance sono molteplici: minor rischio normativo, efficienza operativa, reputazione con gli stakeholder, anticipazione di cambiamenti sistemici legati alla transizione ecologica e digitale.

L'insieme di tali risultanze ed evidenze trova riscontro anche in analisi specifiche sulle prestazioni dei fondi ESG, in particolare nel segmento obbligazionario, dove gli strumenti sostenibili – come i green bond – hanno talvolta dimostrato un migliore rapporto rischio-rendimento rispetto ai tradizionali, soprattutto durante i periodi di crisi (Assaf et al., 2024; Cerqueti et al., 2021). Ricerche recenti mostrano inoltre che i fondi classificati come Articolo 9 secondo la SFDR tendono a mantenere una volatilità più bassa a lungo termine, nonostante significative differenze tra gestori e tra approcci attivi e passivi (Long et al., 2024).

Ciononostante, accanto a queste evidenze positive, esistono anche studi che mettono in discussione l'assunto secondo cui l'ESG implichi necessariamente prestazioni migliori. Alcuni autori sottolineano come il sovrapprezzo attribuito ai titoli ESG, di fronte a una forte domanda da parte degli investitori, potrebbe condurre a valutazioni eccessive e a rendimenti futuri inferiori

(Cornell, 2020; Lindsey et al., 2024). In altre parole, in buona sostanza, la sostenibilità potrebbe già essere "prezzata" dal mercato, riducendo il potenziale di extra-rendimento nel medio periodo. Giudicare quanto un'impresa sia davvero sostenibile, al di là degli slogan e dei report patinati, è tutt'altro che semplice. È un processo che si scontra fin da subito con un nodo metodologico tutt'altro che secondario: la mancanza di uniformità tra i criteri adottati dai diversi sistemi di valutazione ESG. Le agenzie di rating, pur perseguendo lo stesso obiettivo dichiarato, finiscono spesso per fornire risultati divergenti, al punto che una stessa azienda può ricevere valutazioni eccellenti da un osservatore e pessime da un altro, a seconda dell'impostazione seguita, del peso attribuito ai singoli fattori e persino della filosofia sottostante il metodo scelto.

Il problema non è solo nella varietà delle metriche – che pure esiste, e non è trascurabile – ma nella mancanza di un linguaggio condiviso. Ci si imbatte in definizioni ambigue, approcci più o meno rigorosi, griglie interpretative che oscillano tra la misurazione oggettiva e l'analisi narrativa. Tutto questo rende difficile, se non impossibile, confrontare in modo affidabile gli esiti delle ricerche accademiche sul tema. Due studi che si dichiarano centrati sull'ESG, in realtà, possono basarsi su presupposti talmente differenti da non essere neppure confrontabili.

A tutto ciò si aggiunge un ulteriore elemento di complessità: il contesto geografico e normativo in cui le imprese operano. Non è un dettaglio secondario. In Europa, ad esempio, dove l'attenzione istituzionale verso la sostenibilità è più marcata e le regole in materia sono più stringenti, il legame tra comportamenti responsabili e risultati economici positivi è ormai ampiamente documentato. In questi mercati, le buone pratiche ambientali o sociali non sono più viste come oneri, ma come vantaggi competitivi. Non si tratta solo di reputazione, ma anche di accesso al credito, attrattività per gli investitori, fidelizzazione dei clienti.

Altrove, però, le cose stanno diversamente. In alcune economie emergenti, o in contesti dove le istituzioni faticano a far rispettare gli standard minimi, le pratiche ESG sono meno diffuse, meno sentite, e soprattutto meno premiate. Le ricerche condotte negli ultimi anni – tra cui quelle di Kiran et al. (2025) e Islam & Habib (2024) – mostrano con chiarezza questa disomogeneità: i benefici dell'ESG si colgono là dove esiste un ecosistema favorevole, fatto di regole, di pressioni pubbliche e private, di sensibilità collettiva. Dove questo sistema manca, anche l'impatto della sostenibilità tende a diluirsi, quando non a scomparire del tutto.

La questione, dunque, non è tanto se l'ESG "funzioni", ma dove, come e a quali condizioni riesca a produrre effetti tangibili. E questo, più che ridimensionarne la portata, dovrebbe spingerci ad affrontare l'analisi con maggiore cautela e intelligenza critica.

Un altro elemento rilevante è anche rappresentato dall'orizzonte temporale: nel breve periodo altri fattori di mercato possono oscurare i benefici dell'ESG, che invece si mostrano più

chiaramente nel lungo termine. Non a caso investitori come AXA Investment Managers pongono l'attenzione su strategie di engagement e miglioramento continuo, come nel caso degli "Sustainability Improvers", proprio per valorizzare nel tempo gli impatti trasformativi (Angeloni, 2025; AXA IM, 2018).

Infine, è importante considerare anche il settore di riferimento: la maggior parte degli studi si è focalizzata sul comparto azionario, trascurando il mondo obbligazionario dove la trasparenza ESG è spesso carente. Tuttavia anche il fixed income sta diventando terreno fertile per analisi approfondite man mano che cresce l'emissione di green, social e sustainability-linked bonds.

1.3. Panoramica delle normative europee relative agli investimenti sostenibili

L'attenzione dell'Unione Europea verso le tematiche ambientali e sociali negli ultimi anni è stata intensificata. È palese che il cambiamento climatico, da lontano pericolo, si sia fatto realtà pressante ed ineludibile; di conseguenza, è altrettanto concreta la necessità di un'azione pubblica capace di guidare le trasformazioni piuttosto che inseguirle. La svolta, tuttavia, non è stata né improvvisata né priva di ambizioni strategiche. Le istituzioni comunitarie, ben consapevoli che le dichiarazioni di principio non bastano più, hanno avviato una fitta operazione normativa volta a tradurre la sostenibilità – ambientale, certo, ma anche sociale – in criteri vincolanti per il funzionamento del sistema finanziario europeo. Un'operazione che non si limita a "suggerire", ma che impone una direzione: orientare i capitali, pubblici e privati, verso attività allineate con obiettivi di lungo periodo, in coerenza con i limiti ambientali del pianeta e con l'urgenza di ridurre le disuguaglianze sistemiche. Una prima, decisiva concretizzazione di questa visione è arrivata nel 2018, con la pubblicazione del "Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile". Non un semplice documento tecnico, ma una vera e propria dichiarazione d'intenti: dieci punti programmatici con cui Bruxelles ha inteso ribaltare il paradigma, spingendo la finanza a diventare strumento di riequilibrio ambientale e sociale. Il linguaggio, già allora, era chiaro: mobilitare i capitali privati per sostenere un'economia più verde, rafforzare la trasparenza degli operatori e migliorare la gestione dei rischi derivanti da fattori ambientali, sociali e di governance. Ma più ancora del contenuto, fu il cambio di prospettiva a segnare un punto di svolta. Per la prima volta, la finanza non veniva più vista come un settore da "regolare" passivamente, ma come uno dei principali motori della transizione ecologica, da attivare e responsabilizzare.

Un anno dopo, nel 2019, quell'intuizione prendeva corpo nel "Green Deal Europeo": un programma che, per ambizione e portata, non ha precedenti nella storia dell'Unione. Non più

solo progetti pilota o misure settoriali, ma un disegno organico, trasversale, pensato per accompagnare l'Europa verso la neutralità climatica entro il 2050. In questo scenario, la finanza sostenibile non è un corollario, ma una leva centrale. Ecco allora che la necessità di disporre di regole chiare, omogenee e incisive si fa inderogabile. Senza un quadro normativo solido, infatti, non è possibile orientare i capitali su larga scala né garantire che le etichette “verdi” rispecchino davvero pratiche coerenti.

In una tale situazione storica, l'Unione Europea ha realizzato una serie di regolamentazioni cruciali e originali: il primo e il più importante di questi è il Regolamento (UE) 2020/852, meglio conosciuto con il nome di Regolamento sulla Tassonomia, il quale ha creato un complesso sistema di classificazione coerente per le attività economiche che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ecologico. Ecco cinque obiettivi ecologici principali, tra cui: Facilitare e adeguarsi ai cambiamenti climatici; equilibrato utilizzo delle risorse idriche e marine; iniziare gradualmente l'economia a basse emissioni o addirittura circolare; accumulare prevenzione de inquinamento e biodiversità protezione. Affinché un'attività possa essere considerata "sostenibile" secondo il regolamento, deve contribuire in modo significativo ad almeno uno di questi scopi, senza compromettere gravemente gli altri e rispettando il principio “non arrecare un danno significativo”.

Alcuni scopi potrebbero sembrare più facili da raggiungere di altri, ma ciascuno gioca un ruolo importante nel creare un futuro più verde ed equilibrato. Per esempio, mitigare i cambiamenti climatici richiede sforzi coordinati su vasta scala, mentre salvaguardare la biodiversità significa proteggere specie anche minuscole.

Insieme queste sei aree tracciano una mappa per transizioni economiche e stili di vita più rispettosi del nostro pianeta. Seguirle richiederà innovazione, cooperazione e compromessi, ma garantirà un ambiente più sano e sostenibile per le generazioni future.

Il dibattito sulla finanza sostenibile ha subito un'evoluzione notevole negli ultimi anni grazie all'introduzione di importanti linee guida come la Tassonomia Verde Europea e lo SFDR. Quest'ultimo in particolare, conosciuto come Regolamento UE 2019/2088, mira a migliorare la trasparenza degli operatori finanziari riguardo l'integrazione dei criteri ESG. Gli investitori richiedono infatti chiarezza sul modo in cui questi aspetti vengono considerati nelle decisioni e nei prodotti offerti. Lo SFDR categorizza poi i fondi in base al loro approccio, distinguendo quelli con caratteristiche ambientali o sociali dagli articoli 9 che mirano esplicitamente alla sostenibilità. Tale suddivisione ha portato i gestori a ridefinire le proprie strategie, sviluppando gamme più eterogenee per soddisfare le diverse esigenze. Alcuni fondi restano focalizzati sulle

performance a breve termine, altri dedicano maggiori risorse all'integrazione ESG al fine di generare un impatto condiviso tra società, ambiente e rendimenti duraturi.

La transizione dell'Unione Europea verso la sostenibilità ha assunto una direzione singolare se confrontata con altre aree geopolitiche. Nell'adottare un approccio sistemico, la normativa comunitaria vede la finanza non come un settore isolato bensì come un propulsore per indirizzare le scelte economiche verso un modello a minor impatto ambientale. Tale quadro legislativo mira a rafforzare la coerenza fra politiche verdi e decisioni investitive, contrastare il rischio di "greenwashing" attraverso rigorosi e oggettivi obblighi informativi. Non deve sorprendere che autorità di vigilanza quali l'ESMA e l'EBA stiano potenziando le linee guida in materia di reportistica extra finanziaria, valutazione del rischio e trasparenza, tenendo conto della complessità dei fattori da bilanciare e delle sfumature che caratterizzano questa transizione.

Quando si parla del nuovo impianto normativo europeo in materia di finanza sostenibile, il rischio è quello di ridurre tutto a una lista di regolamenti, articoli e obblighi burocratici. In realtà, dietro questo sforzo legislativo si cela un progetto più ambizioso: costruire un linguaggio comune per raccontare – e verificare – cosa significhi davvero "sostenibilità" nel mondo degli investimenti. Le istituzioni europee, infatti, hanno cercato non solo di definire parametri misurabili, ma anche di offrire ai risparmiatori e agli operatori uno strumento che consenta di distinguere tra impegno autentico e operazioni di facciata.

Il fine dichiarato è chiaro: rendere credibili gli investimenti sostenibili, permettendo a chi investe di orientarsi con maggiore consapevolezza e responsabilità. Questo presuppone che le imprese – piccole o grandi – inizino a misurarsi con criteri precisi, e che lo facciano in modo trasparente. C'è chi si è messo in cammino da tempo, adottando con convinzione nuove logiche di investimento sostenibile, e chi invece fatica ancora a trovare un passo coerente, ostacolato da inerzie interne o da una comprensione incompleta del cambiamento in atto. Ma al di là della diversa velocità con cui gli attori si muovono, il sentiero è ormai segnato. Piaccia o meno, non si tratta di una fase passeggera né di un'evoluzione reversibile: l'integrazione dei fattori ESG non è più un'opzione accessoria, ma un tassello strutturale della finanza di domani.

Il momento di svolta, in questo processo, è stato segnato dall'introduzione di due normative europee che hanno mutato il terreno di gioco. Il Regolamento SFDR (2019/2088) e la successiva Tassonomia (2020/852) hanno imposto un cambio di passo netto: dalle dichiarazioni di principio si è passati a un sistema normativo obbligatorio, articolato, che ha costretto gli operatori a interrogarsi, e a rivedere i propri modelli. Dove prima c'erano raccomandazioni generiche, oggi ci sono vincoli. Dove si lasciava spazio alla discrezionalità, oggi prevale la necessità di dimostrare, documentare, rendere conto.

Questo nuovo scenario non lascia molto margine all'improvvisazione. Integrare l'ESG nei processi decisionali non equivale più a costruire una bella narrazione o a ottenere un punteggio positivo su qualche rating indipendente. Significa ripensare dall'interno i portafogli, le strategie, le metriche di performance. Significa dotarsi di strumenti di misurazione affidabili, aggiornare le strutture organizzative, formare chi lavora ogni giorno con dati, rischi e capitale. E soprattutto, significa riconoscere che la finanza sostenibile non è un'etichetta da esibire, ma un linguaggio da apprendere, con tutte le sue complessità, ambiguità e sfide.

Il cambiamento è tutt'altro che solo formale. Oggi un gestore patrimoniale non può limitarsi a dichiarare di tenere in considerazione l'impatto ambientale o sociale di un titolo. Deve dimostrare – con dati, con metodi, con continuità – in che modo quei criteri influenzano le decisioni di portafoglio, la valutazione del rischio, la costruzione stessa del rendimento. Questo significa, tra le altre cose, implementare flussi informativi solidi, validare fonti, aggiornare piattaforme di analisi e strumenti previsionali.

Il Regolamento SFDR ha reso obbligatoria la trasparenza anche a livello di prodotto, non solo alla stessa impresa. La separazione tra gli strumenti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (Art. 8) e gli strumenti sostanzialmente sostenibili (Art. 9) ha introdotto un nuovo vocabolario operativo, che ora è saldamente nella mente di molti investitori istituzionali. Le conseguenze sono tangibili: cresce il numero dei fondi "verdi", fioriscono iniziative di engagement con le imprese, vengono perfezionati i modelli di scoring ESG.

Naturalmente, tutto questo implica un significativo sforzo interno. Come Dimson, Marsh e Staunton (2020) hanno riportato, non è tanto il fissare i criteri ESG il nodo vero e proprio, quanto la coerenza con cui le istituzioni finanziarie riescono ad incorporarli nei propri modelli di governance e nelle proprie strutture operative. In questo senso, la raccolta, l'elaborazione e la pubblicazione di dati affidabili e comparabili è non solo una sfida tecnica ma anche un collaudo della determinazione a cambiare. Un caso interessante in tal senso è quello di AXA Investment Managers. La società ha scelto di sviluppare un proprio sistema interno di valutazione ESG, estendendolo a tutte le asset class e utilizzandolo come base per le scelte di investimento in ambito azionario e obbligazionario. Un modello che mira a premiare non solo le aziende già "virtuose", ma anche quelle che stanno migliorando in modo concreto. È il segno che la sostenibilità, se presa sul serio, non è una fotografia statica ma un processo in movimento – che richiede, oggi più che mai, di essere tracciato con chiarezza e responsabilità (AXA, 2021).

Un esempio illuminante è portato da AXA Investment Managers, che ha strutturato il proprio processo di integrazione ESG su tutte le classi di attività e ha sviluppato un sistema interno di punteggio ESG che guida la selezione degli emittenti, sia nell'ambito azionario che

obbligazionario. Inoltre, AXA IM ha posto particolare enfasi sul già richiamato “Sustainability Improvers” e, nello specifico, sull’adozione di strategie volte a identificare e valorizzare le imprese in fase di miglioramento rispetto agli indicatori ESG, anche attraverso il dialogo attivo e l’engagement (Angeloni, 2025; Raso, 2024). Questa prospettiva riflette un cambiamento di visione che va oltre la mera classificazione dei fondi in base agli Articoli 8 e 9 dello SFDR, per assumere una logica trasformativa dell’allocazione del capitale. Dal punto di vista dei prodotti finanziari, le nuove norme hanno generato un processo di riesame e ricategorizzazione dei fondi esistenti: la classificazione dei fondi secondo gli articoli 6, 8 e 9 ha comportato una rilevante attività di adeguamento documentale, di revisione delle strategie e, in alcuni casi, di riconversione di fondi generalisti in fondi tematici ESG. Tale classificazione risponde a criteri normativi precisi: i fondi Articolo 6 non integrano elementi ESG rilevanti; quelli Articolo 8 promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali; quelli Articolo 9 perseguono un obiettivo esplicito di investimento sostenibile. A ciascuna categoria corrispondono livelli crescenti di obblighi di trasparenza, che si riflettono sia nei documenti precontrattuali (ad esempio il KIID) sia nei report di sostenibilità (Giese et al., 2019; AXA IM, 2018).

La comunicazione finanziaria è profondamente mutata sotto la pressione normativa per una disclosure più esaustiva. Gli operatori devono ora pubblicare informazioni uniformi sulla sostenibilità dei prodotti, sugli impatti avversi principali (PAI – Principal Adverse Impacts), sulle strategie d’ingaggio e sull’allineamento alla Tassonomia. Ne è conseguita un’evoluzione lessicale: i contenuti ESG non sono più relegati a sezioni minori ma costituiscono parte integrante della narrazione del fondo, con metriche confrontabili e verificabili (Kräussl, Oladiran & Stefanova, 2024). La trasparenza è diventata non solo un obbligo di legge ma anche un’arma competitiva per orientare le scelte degli investitori istituzionali e privati. Le norme UE hanno accelerato l’adozione di approcci attivi di selezione ESG, come l’integrazione proprietaria, l’impegno tematico e la strategia “best-in-class” che premia le aziende virtuose del settore. Anche le esclusioni di branca, pur non espressamente richieste, sono state abbracciate da molti operatori per rafforzare la coerenza fra policy ESG e classificazione SFDR. Inoltre, l’attenzione all’impronta carbonica e alla transizione climatica ha reso centrale l’uso di indicatori specifici come l’intensità emissiva, l’allineamento agli scenari Net Zero e la valutazione del rischio fisico e di transizione (Huang, 2024; Islam & Habib, 2024). Non di minor rilievo è l’impatto delle normative sugli investitori finali, che oggi dispongono di strumenti più efficaci per comprendere il grado di sostenibilità dei prodotti offerti. La netta distinzione tra fondi Articolo 8 e Articolo 9 ha permesso una segmentazione più chiara dell’offerta e ha rafforzato la fiducia del mercato nei confronti dei prodotti con effettivo contenuto ESG. Nonostante i progressi compiuti, restano

ancora diverse zone d'ombra che complicano l'effettiva efficacia dell'integrazione ESG. Tra queste, spiccano soprattutto la disomogeneità dei dati, la molteplicità di criteri valutativi adottati dagli operatori e le discrepanze interpretative che emergono da un gestore all'altro. La frammentazione delle metriche ESG, come segnalato anche da Gibson, Krueger e Schmidt (2019), rende arduo non solo il confronto tra fondi, ma persino la costruzione di un quadro analitico coerente e condiviso. Il problema, a ben vedere, non si esaurisce nella sfera tecnica: tocca la sostanza stessa della credibilità del paradigma sostenibile. Se le basi informative continuano a mancare di standard comuni e se i sistemi di rating persistono nell'adottare pesi e algoritmi incompatibili, diventa difficile immaginare che l'ESG possa fungere da bussola affidabile per una trasformazione economica autentica, anziché limitarsi a una funzione decorativa o di marketing. La costruzione di un linguaggio comune, in questo ambito, non è più un'opzione: è il presupposto minimo per rendere davvero operativa e comparabile la finanza sostenibile, al di là delle intenzioni dichiarate. Va detto, tuttavia, che l'Unione Europea – ben più di altre aree economiche – ha cominciato a muoversi in modo deciso in questa direzione. Il nuovo impianto normativo, con la tassonomia verde, i regolamenti SFDR e CSRD, non si limita a imporre obblighi formali: sta lentamente ma inesorabilmente ridisegnando i contorni stessi del settore finanziario, agendo come forza propulsiva di un cambiamento strutturale. Le nuove regole non si esauriscono nella dimensione della “compliance”; al contrario, stanno intervenendo sulle logiche stesse della costruzione del valore, spingendo gestori e investitori ad assumere la sostenibilità come chiave interpretativa permanente, e non più episodica, delle proprie scelte strategiche e operative. È proprio in questa cornice normativa in continua evoluzione che si colloca l'indagine empirica dedicata al caso di AXA Investment Managers. L'obiettivo sarà quello di verificare, attraverso l'analisi di dati concreti, se e in che misura l'integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali e nei modelli di asset allocation incida sulle performance dei fondi, ma anche sulla loro stabilità nel tempo. Più che una verifica astratta, si tratterà di un confronto diretto tra intenzioni e risultati, tra principi dichiarati e metriche osservabili. Solo così sarà possibile valutare, al di là delle narrazioni aziendali, l'effettiva portata trasformativa della finanza sostenibile in un caso di studio emblematico come quello di AXA IM.

Capitolo 2: AXA Investment Managers e l'integrazione ESG: strategie, strumenti e pratiche di investimento responsabile

2.1. Descrizione delle politiche di investimento responsabile di AXA IM.

Nel contesto sempre più articolato della gestione patrimoniale su scala globale, AXA Investment Managers ha assunto nel tempo un ruolo di primo piano per l'integrazione organica dei criteri ESG all'interno delle proprie strategie. Non si tratta di un innesto accessorio o di una concessione tattica alle pressioni normative: la sostenibilità, per AXA IM, è diventata una lente interpretativa costante, attraverso cui leggere e valutare il rischio, orientare le scelte di portafoglio e contribuire a trasformazioni reali nella struttura economica. La svolta metodologica ha trovato terreno fertile soprattutto dopo l'entrata in vigore del Regolamento SFDR, che ha imposto un salto di qualità nella classificazione e nella trasparenza degli strumenti ESG. In questa cornice, i fondi AXA sono stati ricondotti agli articoli 8 e 9 della normativa europea, con l'adozione di pratiche selettive ed esclusive che vanno ben oltre il mero rispetto formale delle disposizioni.

Uno degli elementi qualificanti di questa politica è rappresentato dalla definizione di standard ESG proprietari, costruiti attraverso criteri sia quantitativi che qualitativi. Tali standard non si limitano a determinare l'idoneità delle obbligazioni, ma costituiscono il fondamento della selezione degli emittenti. Il report 2024 del fondo AXA WF Euro Sustainable Bonds – aggiornato a dicembre – rivela che il 99,7% del portafoglio è coperto da rating ESG, con uno score medio di 7,7. Il benchmark di riferimento si ferma invece a 6,9, sottolineando il gap positivo generato da una selezione più rigorosa e continua (AXA IM, 2024). L'elevato grado di copertura è frutto anche di un'attività di engagement sistematico: nel solo 2024, AXA IM ha condotto un dialogo attivo con oltre un terzo degli emittenti in portafoglio (35,2%), affrontando temi cruciali come la riduzione dell'impronta climatica, la governance inclusiva e la trasparenza informativa (AXA WF Euro Sustainable Bonds – ESG Report – Dec 2024).

Un altro pilastro metodologico è la politica di esclusione settoriale, applicata trasversalmente a tutti i fondi ESG gestiti dalla società. Sono esclusi in modo esplicito gli emittenti legati al carbone termico, alle armi controverse e al tabacco. Il fondo AXA WF ACT Green Bonds, ad esempio, classificato come articolo 9 SFDR, ha evidenziato nel proprio report 2023 l'eliminazione automatica del 2,6% del benchmark a causa di tali esclusioni (AXA IM, 2023).

Questa selezione negativa si affianca a una selezione positiva basata su punteggi ESG compositi, articolati sulle tre dimensioni principali – ambientale, sociale e di governance – e sostenuta da un’analisi di tipo “look-through”, che consente di penetrare la struttura degli strumenti e valutarne i rischi in modo più dettagliato.

Va inoltre sottolineata la differenziazione interna tra le politiche adottate nei fondi articolo 8 e in quelli articolo 9. Il fondo AXA WF ACT Green Bonds – già noto come AXA Global Green Bonds – si distingue per una marcata ambizione sostenibile: il 96% del portafoglio è investito in obbligazioni capaci di generare impatti ambientali tangibili.

Sustainability KPI Name	Value	Coverage
% Green Bonds	95.22 % of NAV invested in green bonds	95.22 %

Figura 1. Green Bonds - SFDR Annual disclosure - Dec 2024

I dati relativi alle emissioni parlano chiaro: nel 2024, l’intensità media del fondo era pari a 127 tCO₂e per milione di dollari di ricavi (Scope 1+2), mentre il benchmark si attestava a 278 tCO₂e. Non solo: ogni milione di euro investito ha prodotto un risparmio stimato di 54 tonnellate di CO₂ l’anno (AXA IM, 2024).

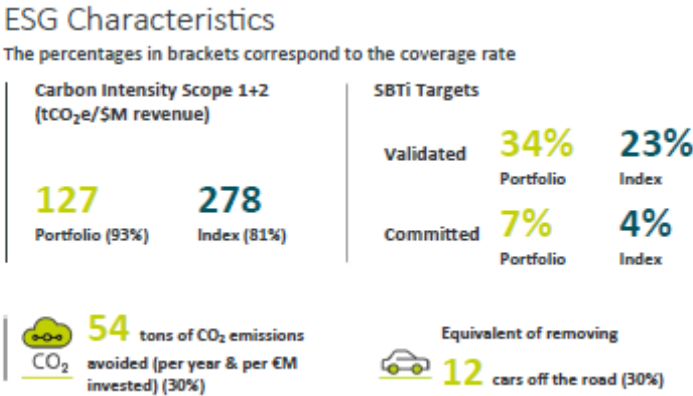


Figura 2. AXA WF ACT Green Bonds - ESG Report - Dec 2024

Tale impostazione non si esaurisce nella sfera ambientale, ma si estende anche al contributo misurabile agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) dell’Agenda ONU 2030. Secondo quanto riportato nei report ESG, nel 2024 il 22,5% del portafoglio dell’AXA WF ACT Green Bonds ha supportato il raggiungimento del SDG 13 (lotta al cambiamento climatico), ma sono

presenti anche percentuali rilevanti per il SDG 7 (energia pulita e accessibile) e il SDG 5 (parità di genere).

Questa spinta all'integrazione dei criteri ESG è stata confermata anche a livello culturale da una survey interna condotta da me su un campione di dipendenti AXA. Nei file 01 e 02 della SURVEY emergono affermazioni che restituiscono un'immagine autentica del modo in cui l'ESG viene interiorizzato all'interno dell'organizzazione. "L'ESG è ormai parte integrante del nostro processo decisionale: incide sulla selezione dei titoli, ma anche sulle relazioni con la clientela istituzionale", ha dichiarato uno degli intervistati (SURVEY, rispondente n. 7). Una simile dichiarazione, espressa in un contesto non pubblico, riflette più di mille policy ufficiali il grado di penetrazione valoriale della sostenibilità nella quotidianità aziendale.

Dal punto di vista tecnico, l'integrazione ESG da parte di AXA IM si sviluppa attraverso un impianto metodologico che combina filtri ex ante e meccanismi ex post. I primi includono la verifica di punteggi ESG minimi come requisito di ingresso nel portafoglio, il controllo della presenza di obiettivi climatici e la validazione di tali target da parte di organismi terzi, come la Science-Based Targets Initiative (SBTi). Nel 2024, ad esempio, il 34% delle aziende incluse nel fondo ACT Green Bonds presentava obiettivi climatici certificati, a fronte di un 23% nel benchmark (AXA IM, 2024).

Nel complesso, quanto emerge è un modello di gestione avanzato, coerente e verificabile, che dimostra come l'approccio ESG possa essere molto più di una dichiarazione d'intenti. AXA IM ha costruito nel tempo una pratica fondata su esclusioni rigorose, metriche puntuali, engagement attivo e una crescente attenzione all'impatto reale. In un panorama in cui l'adozione ESG è sempre più frequente ma spesso superficiale, il caso AXA rappresenta un esempio di coerenza metodologica e di trasparenza operativa in linea con le migliori pratiche internazionali.

2.2. Processi e metodologie utilizzate da AXA IM per integrare i criteri ESG nei portafogli

L'approccio adottato da AXA IM si fonda su un triplice asse metodologico, che combina strumenti di analisi ESG proprietari, l'applicazione di filtri ex ante e un sistema di monitoraggio ex post. In primo luogo, la società ha sviluppato un framework proprietario di rating ESG, basato su una scala da 0 a 10, che sintetizza le valutazioni di oltre 7.000 emittenti in base a fonti interne ed esterne, ponderando dati quantitativi e qualitativi. Questo punteggio, aggiornato regolarmente, rappresenta un requisito imprescindibile per l'inserimento di un titolo in portafoglio: nei fondi classificati secondo l'articolo 9 del regolamento SFDR, ad esempio, vengono esclusi sistematicamente gli emittenti con punteggio inferiore a 4 (AXA IM, 2024).

Dal punto di vista operativo, i gestori dei fondi ESG sono tenuti a rispettare un insieme rigoroso di filtri ex ante, che includono, oltre alla soglia minima ESG, anche l'allineamento degli emittenti a normative internazionali come i Principi del Global Compact delle Nazioni Unite e l'assenza di controversie gravi nei settori sensibili. Tali filtri si applicano già nella fase di pre-screening degli strumenti finanziari, come emerge chiaramente dalla metodologia utilizzata nei fondi AXA WF ACT Green Bonds e AXA WF Euro Sustainable Bonds. Quest'ultimo, ad esempio, evidenzia una copertura ESG pari al 99,7% al 31 dicembre 2024, con uno score medio di 7,7, significativamente superiore al benchmark che si attesta a 6,9 (AXA IM, 2024)

Un elemento distintivo del processo metodologico è l'integrazione delle cosiddette metriche ambientali e sociali avanzate, che includono l'analisi dell'intensità di carbonio (Scope 1+2), la percentuale di donne nei consigli di amministrazione, la quota di amministratori indipendenti, il turnover del personale e persino l'indice GINI come proxy per le disuguaglianze nei Paesi sovrani investiti. A titolo esemplificativo, nel report ESG di AXA WF Euro Bonds aggiornato ad aprile 2025, si rileva un'intensità media di carbonio di 75 tCO₂e/\$M revenue nel portafoglio, contro le 88 tCO₂e/\$M revenue dell'indice di riferimento (AXA IM, 2025)

AXA IM fa inoltre largo uso della "look-through methodology", ovvero una tecnica che consente di analizzare ogni componente del portafoglio, anche quelle indirette, come le partecipazioni in ETF o strumenti strutturati, garantendo una visione granulare dei rischi ESG latenti. Questa metodologia si rivela particolarmente efficace nel calcolo dell'impatto ambientale aggregato: secondo i dati del fondo AXA WF ACT Green Bonds, il portafoglio consente di evitare 54 tonnellate di CO₂ per ogni milione di euro investito, una cifra che equivale alla rimozione annuale di 12 automobili dalla circolazione (AXA IM, 2024).

Il secondo parametro metodologico si riferisce al controllo continuo ed al puntuale invio dei report. Ogni fondo ESG viene sottoposto ad un riesame periodico delle sue posizioni e la disponibilità di relazioni mensili e trimestrali permettono di controllare i KPI, in particolare se soddisfano il livello di elevata sostenibilità previsto dalle direttive ESG. Nel caso in cui le valutazioni ESG decadano, sviluppatori possono o intraprendere un processo d'engagement attivo oppure disfarsi dei titoli non più coerenti. Il sistema si avvale inoltre di strumenti di intelligenza artificiale e di machine learning per individuare automaticamente controversie e anomalie nei dati anche se la decisione finale è sempre presa dal team di gestione.

Il terzo pilastro metodologico è lo stewardship: AXA IM conduce un dialogo attivo e voto congiunto con le aziende in portafoglio. Tale attività non è nulla più di una formalità per l'esercizio della pressione, ma si traduce in vero e proprio coinvolgimento nella governance aziendale. Nel 2024, AXA IM ha intrapreso attività di engagement con il 35.2% delle imprese

emittenti di AXA WF ACT Green Bonds e il 30.4% delle imprese emittenti di AXA WF Euro Bonds, trattando argomenti quali la decarbonizzazione, la trasparenza climatica e l'uguaglianza di genere (AXA IM, 2024; AXA IM, 2025).

A confermare la rilevanza percepita di questi processi all'interno dell'organizzazione, interviene nuovamente la survey qualitativa condotta presso il personale di AXA IM. In una delle risposte più significative, un dipendente osserva: "L'adozione della metodologia look-through ha migliorato enormemente la qualità dell'analisi ESG, permettendoci di identificare punti critici anche dove prima erano invisibili". A questa riflessione si affiancano ulteriori dichiarazioni che rafforzano l'idea di una cultura aziendale permeata da una forte sensibilità sostenibile. Un'altra testimonianza, ad esempio, sottolinea come "l'approccio ESG non sia più confinato al reparto di analisi, ma abbia contaminato positivamente anche le funzioni commerciali e di relazione con il cliente". Ancora più significativa è l'opinione di un membro del team di risk management, che afferma: "Nel nostro lavoro quotidiano, l'analisi ESG è diventata parte integrante del concetto stesso di rischio. Non si tratta solo di calcolare la volatilità, ma di comprendere le vulnerabilità sistemiche legate alla sostenibilità".

Da un punto di vista comparativo, è interessante notare come il fondo Euromobiliare Corporate Investment Grade, non appartenente alla categoria ESG, pur presentando una gestione attiva e una selezione rigorosa dei titoli, non preveda strumenti analoghi di misurazione dell'impatto o criteri ESG stringenti. Nel factsheet aggiornato al 31 marzo 2025, ad esempio, non vi è alcun riferimento a metriche di sostenibilità, e il rating medio del portafoglio si limita a una valutazione creditizia di BBB+ senza ulteriori indicazioni ESG (Euromobiliare SGR, 2025). Questo rafforza la percezione che le metodologie ESG di AXA IM non rappresentino semplicemente un "layer" aggiuntivo, ma un'infrastruttura analitica completamente integrata nel processo di investimento. In conclusione, i processi e le metodologie di integrazione ESG adottati da AXA IM si configurano come un sistema complesso, multilivello e adattivo, che coniuga rigore analitico, aggiornamento continuo e coerenza strategica. Grazie all'impiego di strumenti proprietari, filtri preventivi, monitoraggi ex post e un'attività di stewardship significativa, l'integrazione ESG nei portafogli AXA si rivela non solo efficace, ma anche replicabile come best practice per l'intero settore dell'asset management sostenibile.

2.3. Analisi delle esclusioni e delle selezioni basate su criteri ESG adottate da AXA IM.

Il cuore pulsante della strategia ESG di AXA Investment Managers si fonda su una duplice logica d'intervento: l'esclusione selettiva e la selezione positiva. Se la prima rappresenta la

declinazione negativa dell'approccio responsabile, ossia l'eliminazione sistematica di emittenti e settori giudicati incompatibili con principi etici, ambientali o normativi, la seconda esprime la dimensione propositiva e orientata all'impatto, attraverso l'individuazione di soggetti economici meritevoli di investimento per le loro pratiche sostenibili. Insieme, questi due strumenti costruiscono una matrice decisionale che, nel tempo, si è evoluta da semplice filtro reputazionale a vero e proprio framework di gestione attiva del rischio e della performance nel lungo periodo.

L'approccio alle esclusioni adottato da AXA IM si basa su policy trasversali a tutti i fondi ESG, e ancor più rigorose per i fondi classificati come "articolo 9" secondo il regolamento SFDR. In particolare, l'esclusione automatica riguarda gli emittenti coinvolti nei settori del carbone termico, delle armi controverse (come mine antiuomo e bombe a grappolo), del tabacco e di qualunque attività in violazione di standard internazionali, come i principi del Global Compact delle Nazioni Unite. Nel fondo AXA WF ACT Green Bonds, ad esempio, tale politica ha portato nel 2025 all'eliminazione del 2,6% degli asset inclusi nel benchmark di riferimento (AXA IM, 2025). Questo dato non è puramente simbolico: dimostra come l'impegno all'esclusione sia un processo attivo e misurabile, capace di modificare concretamente l'universo investibile e la qualità complessiva del portafoglio. Accanto alle esclusioni settoriali, AXA IM adotta anche criteri di esclusione normativi e di condotta, escludendo ad esempio società coinvolte in gravi controversie ambientali o in violazioni dei diritti umani documentate da organizzazioni indipendenti. La metodologia prevede anche l'utilizzo di un "controversy flag", che segnala tempestivamente gli emittenti coinvolti in eventi critici e li sottopone a revisione immediata. Il report ESG 2024 dell'AXA WF Euro Sustainable Bonds documenta che il 100% del portafoglio è conforme agli standard internazionali di comportamento aziendale (AXA IM, 2024). Se la logica dell'esclusione stabilisce le soglie etiche minime, è la selezione positiva a generare il valore aggiunto in termini di sostenibilità e performance. AXA IM utilizza una metodologia proprietaria per il punteggio ESG, che combina indicatori ambientali (come le emissioni Scope 1, 2 e 3), sociali (condizioni lavorative, diversità, formazione) e di governance (trasparenza, indipendenza del board, lotta alla corruzione). Il punteggio ESG diventa così una bussola per orientare gli investimenti verso gli emittenti con maggior potenziale di creazione di valore sostenibile. Nel fondo AXA WF ACT Green Bonds, ad esempio, il 96% del portafoglio è investito in obbligazioni ritenute sostenibili secondo criteri rigorosi, con un punteggio ESG medio di 8,0 (AXA IM, 2025). Un elemento centrale della selezione è il contributo ai Sustainable Development Goals (SDG) delle Nazioni Unite. I fondi di AXA IM analizzati presentano un allineamento sistematico a SDG chiave come il 7 (energia pulita), il 13 (lotta al cambiamento climatico) e il 5 (uguaglianza di genere). Il fondo AXA WF ACT Green Bonds ha destinato, nel

2024, il 22,5% del portafoglio a investimenti che contribuiscono al SDG 13 (AXA IM, 2024), confermando un'intenzionalità strategica nell'orientare i capitali verso iniziative con impatto ambientale misurabile.

A confermare il rigore e l'efficacia di questo sistema binario di esclusione e selezione intervengono anche le voci interne all'organizzazione, raccolte nella survey qualitativa condotta presso i dipendenti di AXA IM. Le testimonianze emerse evidenziano una profonda consapevolezza culturale e operativa. In una risposta significativa si legge: *“I criteri di esclusione non sono più percepiti come un vincolo, ma come una garanzia di coerenza. Sappiamo cosa non vogliamo finanziare, e questo ci rafforza nelle scelte”*. In un'altra, si sottolinea: *“La selezione ESG che adottiamo va ben oltre i rating tradizionali: cerchiamo storie, traiettorie, cambiamenti. L'analisi è sempre contestuale e prospettica”*.

Queste affermazioni, se da un lato descrivono un ambiente professionale che ha fatto propri i principi dell'investimento responsabile, dall'altro suggeriscono una profonda evoluzione epistemologica: l'ESG non è più un comparto accessorio della gestione, ma un elemento strutturale dell'identità stessa del gestore. Un dipendente, in forma quasi autocritica, riconosce: *“Abbiamo impiegato anni per capire che l'ESG non è solo dati: è narrazione, è fiducia, è reputazione. Oggi la selezione di un emittente è anche una dichiarazione pubblica”*. Questa dimensione comunicativa della selezione ESG trova conferma anche nel confronto con il fondo Euromobiliare Corporate Investment Grade, che, pur rientrando nella categoria dei fondi obbligazionari a medio-basso rischio, non applica criteri di esclusione né selezione ESG, come evidenziato nel prospetto informativo aggiornato al 2024. Il fondo, infatti, esplicita di non integrare alcun obiettivo di sostenibilità, limitandosi a una gestione prudente di tipo tradizionale, focalizzata su rating creditizi e duration (Euromobiliare SGR, 2024). Il confronto mette in luce un aspetto cruciale: l'applicazione sistematica di criteri ESG, laddove condotta con coerenza metodologica e profondità analitica, non comporta una limitazione dell'universo investibile, ma ne riconfigura qualitativamente le direttrici. In altre parole, l'adozione di esclusioni e selezioni mirate non riduce la libertà del gestore, ma ne affina la responsabilità. In conclusione, l'impianto selettivo di AXA IM si fonda su un equilibrio complesso ma ben definito: l'esclusione come barriera etica e la selezione come leva strategica. La qualità di questo impianto risiede non solo nei criteri applicati, ma nel processo continuo di revisione, miglioramento e consapevolezza interna. Come afferma un'ultima voce dalla survey qualitativa, *“Ciò che oggi chiamiamo esclusione o selezione ESG, domani sarà semplicemente buon senso gestionale. Stiamo anticipando un futuro che, presto o tardi, sarà la norma per tutti”*. Un'affermazione che ben

sintetizza la traiettoria evolutiva della finanza sostenibile, e la posizione d'avanguardia che AXA IM intende consolidare.

2.4. Casi esemplari di disinvestimento per criteri ESG (AXA)

In un panorama finanziario in cui l'adesione ai criteri ESG rischia talvolta di ridursi a mera etichettatura formale, le scelte di disinvestimento assumono un valore di particolare rilievo. Escludere un titolo o un intero settore non è soltanto un atto tecnico di riallocazione del portafoglio: è un segnale strategico e reputazionale, una dichiarazione pubblica di incoerenza tra i comportamenti dell'emittente e i principi dell'investitore. In questo senso, AXA Investment Managers rappresenta uno degli operatori che ha saputo fare del disinvestimento ESG un elemento strutturale delle proprie politiche attive di stewardship.

La politica di esclusione adottata da AXA IM si articola in due livelli principali. Il primo è di tipo settoriale e si applica in modo trasversale a tutti i fondi che adottano strategie ESG, a partire dagli articoli 8 e 9 SFDR. Le esclusioni riguardano aziende attive nei settori del carbone termico, delle armi controverse (cluster bombs, mine antiuomo, armi chimiche) e del tabacco. Questo approccio è chiaramente documentato nei report ESG ufficiali dei fondi, in particolare nel caso dell'AXA WF ACT Green Bonds, dove l'applicazione delle esclusioni ha confermato una selettività superiore alla media di mercato (AXA IM, 2023).

Il secondo livello, ben più interessante in ottica analitica, è quello delle esclusioni individuali motivati da controversie ESG o da un deterioramento delle performance non finanziarie dell'emittente. In questi casi, l'uscita da una posizione non risponde a logiche di mercato o di rendimento, bensì a criteri di materialità etica, sociale o ambientale. Un esempio emblematico è rappresentato dalla decisione di AXA IM di escludere alcune utility dell'Europa orientale coinvolte in programmi di espansione energetica basati sul carbone, nonostante queste presentassero rendimenti interessanti e un rating creditizio investment grade. La scelta è stata giustificata dall'assenza di piani credibili di transizione, dalla mancata adesione a target climatici validati e da una governance opaca in materia di disclosure ambientale (AXA IM, 2022).

Analogamente, nei report 2024 relativi al fondo AXA WF Euro Sustainable Bonds, si legge che nel primo semestre dell'anno sono stati dismessi due titoli corporate del settore manifatturiero europeo a causa del coinvolgimento in controversie sociali relative al mancato rispetto dei diritti dei lavoratori nei paesi extra-UE. Pur trattandosi di emittenti con buon profilo finanziario, il punteggio ESG aggiornato è sceso sotto la soglia minima prevista dalla policy interna di AXA IM, e il comitato etico ha optato per l'uscita anticipata (AXA IM, 2024). Questo tipo di

disinvestimento testimonia la capacità dell'investitore di considerare l'“intangible risk” come componente essenziale nella valutazione complessiva dell'asset.

Ma non si tratta solo di esclusioni punitive. In diversi casi, AXA IM ha documentato disinvestimenti “preventivi”, ossia uscita da posizioni in fase di peggioramento reputazionale o in contesti geopolitici critici. È il caso, ad esempio, dell'alleggerimento di esposizione verso alcuni bond sovrani emessi da paesi con regressi nella libertà di stampa, nell'autonomia giudiziaria o nel rispetto dei diritti civili. Sebbene questi strumenti non siano automaticamente esclusi dalla policy, il gestore ha scelto di ridurre il peso in portafoglio in modo graduale, privilegiando altri emittenti con profili ESG più stabili. La scelta viene descritta nei report come parte di una “gestione prudentiale della rischiosità geopolitica ESG” (AXA IM, 2023).

Un passaggio estremamente rivelatore proviene dalla survey qualitativa, in cui un ESG analyst interno ad AXA IM afferma: *“A volte vendere un titolo per motivi ESG ci espone a critiche interne. Ma la nostra posizione è chiara: meglio uscire con un punto di rendimento in meno che restare impigliati in uno scandalo da prima pagina”*. La frase, colloquiale ma incisiva, evidenzia il ruolo strategico del disinvestimento non solo come azione coerente con i valori dichiarati, ma anche come strumento di mitigazione del rischio reputazionale, sempre più rilevante nella gestione del portafoglio moderno. Altri esempi contenuti nei report ESG, sebbene meno eclatanti, illustrano la sistematicità del processo. Nel 2021, ad esempio, è stato progressivamente dismesso un titolo obbligazionario di una multinazionale energetica attiva nel Sud-Est asiatico, a seguito di ripetute violazioni delle normative locali in tema di impatto ambientale. Le azioni di engagement iniziali, secondo quanto riportato nel report 2021 (AXA IM, 2021), non hanno prodotto miglioramenti tangibili, costringendo i gestori a procedere con l'esclusione. Infine, è opportuno ricordare che AXA IM non considera il disinvestimento come una scelta ideologica, ma come un atto conclusivo di un processo articolato, che prevede prima l'interlocuzione attiva, poi il monitoraggio degli impegni assunti e solo in ultima istanza l'uscita dal titolo. In questo senso, il disinvestimento è parte della strategia di engagement e non sua negazione. È l'ultima parola, non la prima. Questo approccio riflette la consapevolezza che le dinamiche ESG non si prestano a reazioni impulsive o generalizzate, ma esigono valutazioni puntuali, contestuali, integrate nel tempo.

In conclusione, i casi esaminati dimostrano come AXA IM abbia sviluppato una politica di disinvestimento ESG robusta, trasparente e credibile, che non si limita a escludere ciò che è già palesemente inaccettabile, ma si muove lungo una linea di frontiera in continua evoluzione. L'ESG, qui, non è uno strumento per inseguire la moda del momento, ma un criterio di qualità profonda, che orienta il capitale verso la coerenza, la responsabilità e la resilienza. Un capitale, si

potrebbe dire, che sa quando è il momento di entrare, ma anche quando – e perché – è giusto uscire.

Capitolo 3: Analisi empirica e discussione: performance, volatilità e rischio nei fondi ESG e non ESG di AXA IM

3.1. Scelta metodologica del confronto

Nel delineare una comparazione empirica tra performance, rischio e volatilità dei fondi d'investimento, la scelta dei soggetti da analizzare rappresenta il primo e fondamentale snodo metodologico. Non si tratta soltanto di selezionare strumenti appartenenti alla medesima categoria finanziaria, ma di costruire un confronto che sia coerente rispetto alla finalità analitica del capitolo, vale a dire quella di valutare se – e in quale misura – l'integrazione dei criteri ESG influenzi i risultati economico-finanziari e i profili di rischio dei portafogli gestiti. In quest'ottica, la decisione di prendere in esame due fondi appartenenti alla gamma di AXA Investment Managers e uno gestito da Euromobiliare SGR risponde a un principio di confronto bilanciato, capace di valorizzare le differenze strutturali e strategiche che intercorrono tra un approccio orientato alla sostenibilità e uno ancorato a logiche di investimento tradizionale.

Il primo criterio seguito nella selezione ha riguardato la comparabilità strutturale dei fondi, in termini di asset class, area geografica e duration media. Tutti e tre gli strumenti presi in esame – AXA WF ACT Green Bonds, AXA WF Euro Sustainable Bonds e Euromobiliare Corporate Investment Grade I – appartengono alla categoria dei fondi obbligazionari investment grade, con una marcata esposizione verso emittenti pubblici e societari di paesi OCSE, prevalentemente europei. Questa omogeneità di base assicura che le differenze rilevate in termini di rendimento o volatilità non siano frutto di divergenze settoriali o di esposizioni esogene, bensì derivino, in larga parte, dalle differenti filosofie di gestione.

Il secondo criterio, ben più rilevante, è stato quello della classificazione normativa SFDR, introdotta con il Regolamento UE 2019/2088. Tale regolamento distingue i fondi che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (Articolo 8), quelli che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (Articolo 9), e infine quelli che non integrano formalmente criteri ESG nella propria strategia. AXA WF ACT Green Bonds si configura come fondo Articolo 9, ponendosi ai massimi livelli di ambizione sostenibile, con un impatto misurabile su obiettivi ambientali (AXA IM, 2024). AXA WF Euro Sustainable Bonds, invece, è classificato come Articolo 8, in quanto promuove caratteristiche ESG ma senza perseguire un obiettivo di sostenibilità definito. Il fondo Euromobiliare Corporate Investment Grade I, al contrario, non rientra né tra gli Art. 8 né tra gli Art. 9, come esplicitamente indicato nei documenti ufficiali: nel suo prospetto informativo, aggiornato a inizio 2024, si afferma che *“il fondo non promuove*

caratteristiche ambientali o sociali, né ha come obiettivo l'investimento sostenibile" (Euromobiliare SGR, 2024).

Questa eterogeneità normativa costituisce la spina dorsale del confronto, poiché permette di mettere a sistema tre approcci distinti alla gestione: uno che integra la sostenibilità come driver primario (AXA WF ACT Green Bonds), uno che la promuove come criterio importante ma non esclusivo (AXA WF Euro Sustainable Bonds), e uno che, pur restando nell'ambito investment grade, non adotta metriche ESG. Si crea così una scala di progressiva integrazione dei criteri ESG, utile a indagare empiricamente se il "grado" di sostenibilità dichiarato nei documenti SFDR si traduca in effetti tangibili sul piano della performance e del rischio.

Un ulteriore elemento metodologico che giustifica la scelta di questi tre strumenti è la disponibilità di dati longitudinali, sia in termini di reportistica ESG che di performance finanziaria storica. Per i due fondi AXA, sono accessibili i report ESG completi dal 2021 al 2025, con indicatori quali emissioni evitate, punteggio medio ESG, allineamento agli SDG e attività di engagement. Per il fondo Euromobiliare, sebbene manchi una reportistica di sostenibilità, sono disponibili factsheet trimestrali e prospetti aggiornati che forniscono informazioni dettagliate su rendimento, composizione del portafoglio e durata media. Questa abbondanza informativa consente di costruire una base comparativa robusta e verificabile.

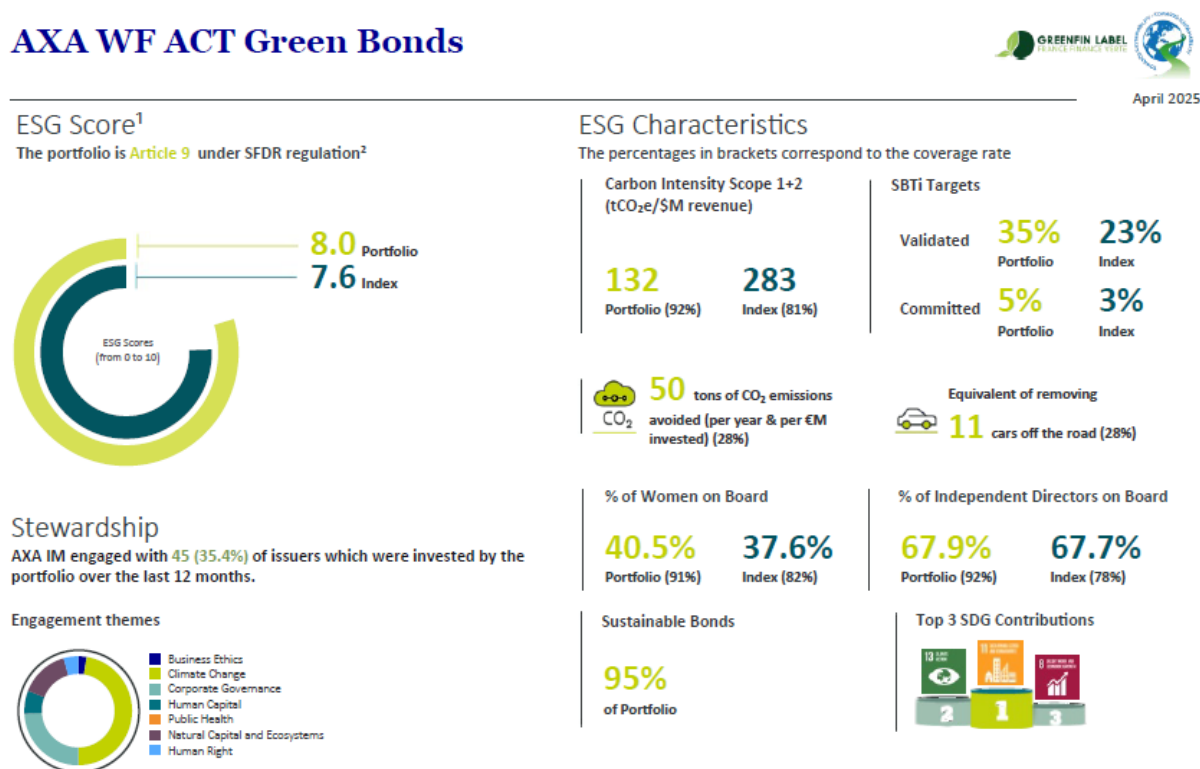
La scelta dei fondi AXA è motivata, inoltre, dalla volontà di analizzare un player con leadership ESG riconosciuta a livello europeo, come confermato anche dai risultati della survey qualitativa. Molti dipendenti intervistati hanno sottolineato come *"l'appartenenza di AXA a una rete di fondi classificati articolo 8 e 9 abbia comportato un cambio di mentalità anche nella gestione del rischio e nella selezione titoli"*. In un'altra risposta, si legge: *"AXA ha investito in cultura ESG prima ancora che fosse un obbligo normativo. I nostri strumenti sono nati per creare impatto, non per rincorrere trend"*. Questi passaggi, oltre a confermare l'approccio pionieristico dell'asset manager, legittimano l'interesse analitico nei confronti della sua offerta di fondi.

In contrappunto, l'inclusione del fondo Euromobiliare ha una valenza di controllo interno al disegno empirico. Esso rappresenta il benchmark di una strategia orientata esclusivamente a parametri finanziari, senza alcuna pretesa di misurare o valorizzare l'impatto sociale o ambientale. Ciò non significa che tale fondo sia "inferiore" in senso assoluto, ma che si colloca in un paradigma tradizionale, utile per comprendere cosa cambi – e quanto – quando i criteri ESG vengono integrati in modo sistematico nella logica gestionale.

In sintesi, la metodologia comparativa adottata in questo studio si fonda su tre direttrici: coerenza strutturale dei fondi, divergenza nella classificazione normativa SFDR e ampiezza informativa dei dati disponibili. Questa triplice matrice consente di disegnare un'analisi fondata su elementi

3.2. Descrizione sintetica dei tre fondi

AXA WF ACT Green Bonds



42

Partendo dal fondo con il livello più elevato di ambizione sostenibile, *AXA WF ACT Green Bonds* si configura come un fondo classificato Articolo 9 ai sensi del Regolamento UE 2019/2088 (SFDR), ovvero rientra nella categoria dei prodotti finanziari che perseguono obiettivi di investimento sostenibile. Secondo il prospetto informativo aggiornato ad aprile 2024, il comparto è parte della gamma “ACT” di AXA IM, che include strategie esplicitamente orientate alla generazione di impatto ambientale e sociale, con finalità di lungo periodo (AXA IM, 2024, Allegato SFDR). Gran parte delle attività in cui investe il fondo è costituita dai cosiddetti green bonds, ovvero obbligazioni emesse da enti sovrani o aziende che devono essere investite in progetti sostenibili, come le infrastrutture energetiche pulite, mezzi di trasporto ecocompatibili o edifici ad alta efficienza energetica. I dati di portafoglio confermano tale orientamento: nel 2024, il 96% degli attivi risulta investito in strumenti etichettati come green bonds, con un’intensità media di emissioni (Scope 1+2) pari a 127 tCO₂e per milione di dollari di fatturato, contro un benchmark di riferimento che segna 278 tCO₂e/\$M revenue (AXA IM, 2024). L’impronta ambientale del fondo è ulteriormente certificata dall’indicatore delle emissioni evitate, pari a 54 tonnellate di CO₂ per ogni milione di euro investito. A ciò si aggiunge il contributo agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG): il 22,5% del portafoglio è direttamente allineato con il SDG 13 (lotta al cambiamento climatico), e quote minori ma significative sono destinate a SDG 7 (energia pulita) e SDG 9 (innovazione e infrastrutture) (AXA IM, 2024).

La politica di esclusione applicata è particolarmente stringente: il fondo esclude totalmente emittenti attivi nei settori delle armi controverse, del carbone termico, del tabacco e delle sabbie bituminose. Inoltre, applica filtri normativi basati sulla conformità ai principali standard internazionali (OCSE, UN Global Compact), e monitora costantemente l’esposizione a controversie significative. Secondo il report ESG 2023, il 100% del portafoglio è risultato conforme agli standard, senza emittenti in violazione grave (AXA IM, 2023).

Dal punto di vista gestionale, il fondo è attivamente gestito e mira a ottenere una performance superiore rispetto al benchmark, ma sempre all’interno di una strategia che antepone l’impatto ambientale alla mera ricerca del rendimento. È un fondo che esplicitamente dichiara di voler “finanziare la transizione”, e che per questo integra analisi ESG, stewardship e monitoraggio ex post. Una testimonianza significativa dalla survey qualitativa lo conferma: *“Questo fondo è la nostra bandiera. È quello su cui abbiamo sperimentato per primi la valutazione di impatto e il coinvolgimento diretto con gli emittenti. È il laboratorio in cui l’ESG è diventato azione concreta”*.

ESG Score¹

The portfolio is **Article 8** under SFDR regulation²



Stewardship

AXA IM engaged with 45 (30.4%) of issuers which were invested by the portfolio over the last 12 months.

Engagement themes



ESG Characteristics

The percentages in brackets correspond to the coverage rate

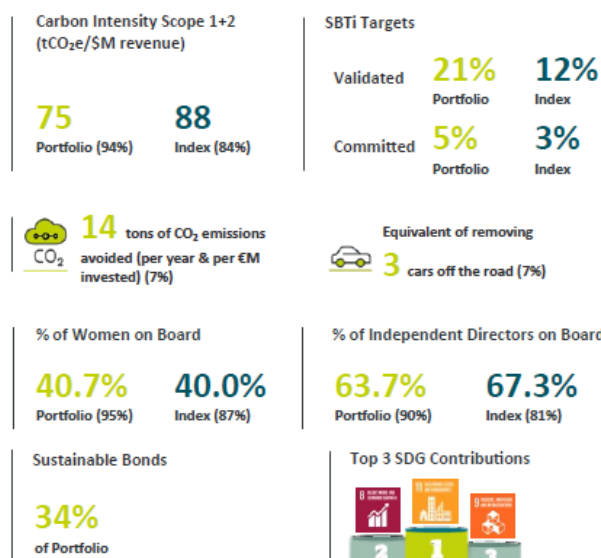


Figura 4. AXA WF Euro Bonds. Fonte: ESG Report - April 2025

Diversa, ma complementare, è l'impostazione del fondo *AXA WF Euro Sustainable Bonds*, che fino al 2025 è stato gestito come comparto autonomo e successivamente è stato fuso con AXA WF Euro Bonds, mantenendo tuttavia la stessa strategia sostenibile e lo stesso team di gestione. Questo fondo è classificato Articolo 8 SFDR, ovvero rientra nella categoria degli strumenti che promuovono caratteristiche ambientali e sociali, ma non perseguono obiettivi di sostenibilità in senso stretto. Ciò non implica una minore qualità, ma una diversa finalità: l'ESG qui è strumento di ottimizzazione e selezione, non di impatto diretto.

Secondo la disclosure SFDR e il report ESG aggiornato a dicembre 2024, il fondo presenta una copertura ESG del 99,7%, con uno score medio ESG pari a 7,7, contro un benchmark che si attesta a 6,9 (AXA IM, 2024). Gli emittenti selezionati devono superare soglie minime di punteggio ESG, e sono esclusi se coinvolti in violazioni gravi o settori controversi. Il fondo pratica una strategia di selezione positiva, prediligendo emittenti con piani climatici validati SBTi, con politiche trasparenti in ambito DEI (diversità, equità, inclusione), e con governance indipendenti. Al 2024, il 34% delle società in portafoglio disponeva di obiettivi climatici certificati, rispetto al 23% del benchmark (AXA IM, 2024).

A differenza del fondo ACT, Euro Sustainable Bonds non investe esclusivamente in strumenti etichettati "green", ma applica un approccio ESG "trasversale" su tutto l'universo obbligazionario europeo. È quindi uno strumento più flessibile, ma comunque rigoroso. Anche in

questo caso, la survey qualitativa offre una testimonianza utile: *“Questo fondo è un compromesso virtuoso. Ci consente di restare ESG senza dover rinunciare alla flessibilità che a volte il mercato richiede”*. In sintesi, AXA WF Euro Sustainable Bonds rappresenta il modello di fondo sostenibile tipico dell’articolo 8: strategia integrata, selezione attenta, ma con margini di adattamento superiore rispetto ai vincoli dell’articolo 9.

Data inizio attuale politica di gestione* 31/01/2025 AUM complessive del prodotto 463,47 mil. € ISIN IT0005390270 Categoria Assogestioni Obbligazionario Euro Corporate Investment Grade Obiettivi Accrescere il valore del capitale investito con orizzonte temporale 2023	Dati aggiornati al 31.03.2025 IL FONDO IN SINTESI Euromobiliare Corporate Investment Grade è il comparto a gestione attiva obbligazionario pensato per l'investitore che intende investire in strumenti obbligazionari emessi da società europee prevalentemente con rating investment grade. La gestione attiva prevede una accurata selezione dei titoli e si pone come obiettivo quello di ottenere una performance superiore al suo benchmark. La decisione di investire in questo comparto deve tenere conto di tutti i suoi obiettivi e le sue caratteristiche descritte nel relativo prospetto.
Profilo di rischio Rischio più basso Rischio più alto 1 2 3 4 5 6 7 Destinazione dei proventi Ad accumulazione Investimento minimo Unica soluzione (PIC): 1.000.000 euro Spese correnti 0,45% Commissione di gestione annua 0,40% Commissione di performance Non previste Benchmark 95% ICE BofAML Euro Large Cap Corporate Index + 5% ICE BofAML Euro Treasury Bill Index	PERFORMANCE La performance non vengono riportate in quanto non sono presenti dati sufficienti per la rappresentazione (almeno dodici mesi da normativa).

Figura 5. Euromobiliare Corporate Investment Grade I. Fonte: Euromobiliare factsheet

Infine, il fondo *Euromobiliare Corporate Investment Grade I* si presenta come un classico esempio di fondo obbligazionario tradizionale, non classificato ai sensi del Regolamento SFDR. Secondo quanto riportato nel prospetto e nel KID aggiornati al 2024, il fondo non promuove caratteristiche ambientali o sociali e non ha come obiettivo l’investimento sostenibile. Si tratta di uno strumento focalizzato su titoli investment grade denominati in euro, emessi da entità societarie europee e internazionali, con una gestione attiva finalizzata alla stabilità del rendimento e alla contenuta volatilità (Euromobiliare SGR, 2024).

La selezione dei titoli si basa su criteri esclusivamente finanziari, principalmente il rating creditizio (obiettivo medio: BBB+) e la liquidità degli strumenti. Non sono presenti filtri di esclusione settoriale o valutazioni ESG. Non è previsto alcun allineamento agli SDG, né è disponibile alcuna disclosure ambientale o sociale. In un contesto come quello attuale, in cui la sostenibilità è diventata elemento centrale della regolamentazione e della domanda di mercato, l’assenza di qualunque strategia ESG conferisce a questo fondo un carattere utile al confronto, ma ne evidenzia anche i limiti. Un passaggio della survey qualitativa, pur riferito implicitamente a fondi di questo tipo, offre uno spunto interessante: *“L’assenza di criteri ESG è oggi una scelta che deve essere giustificata. Anche l’inazione è un atto gestionale, e deve rispondere a logiche trasparenti”*.

In sintesi, i tre fondi descritti incarnano tre diverse filosofie di investimento. *AXA WF ACT Green Bonds* è il paradigma dell'investimento ad impatto, con obiettivi misurabili e rigorosi vincoli di selezione; *AXA WF Euro Sustainable Bonds* rappresenta una sintesi tra sostenibilità e flessibilità gestionale; *Euromobiliare Corporate Investment Grade I*, infine, è espressione di una gestione tradizionale non orientata all'ESG. La varietà dei modelli osservati permette, nei paragrafi successivi, di esaminare le implicazioni di ciascuna scelta in termini di rendimento, rischio e coerenza strategica.

3.3. Confronto degli obiettivi e politiche dichiarate nei prospetti informativi

Per capire la direzione strategica e le finalità operative dei fondi analizzati, bisogna andare ai documenti ufficiali che li identificano: i prospetti informativi, i Key Information Documents (KID) e, per i fondi ESG, le disclosure SFDR. Questi documenti rappresentano il vertice della trasparenza normativa e mettono in luce quali siano i criteri che guidano scelta dei titoli, gestione del rischio e congruenza fra obiettivi dichiarati e strumenti adottati. Alla luce di queste fonti, troviamo che confrontate le politiche di investimento, i criteri di valutazione ESG, e la chiarezza delle metriche di impatto tra i fondi investiti da AXA IM e Euromobiliare SGR ci sono differenze profonde.

Partendo dai fondi AXA, il Prospetto AXA IM aggiornato ad aprile 2024 rappresenta un documento centralizzato che raccoglie i dati relativi a numerosi comparti appartenenti alla piattaforma “AXA World Funds”. In esso, il fondo *AXA WF ACT Green Bonds* si distingue per una classificazione Articolo 9 SFDR, e viene presentato come un prodotto finanziario che ha come obiettivo l'investimento sostenibile, secondo quanto previsto dall'art. 9 del Regolamento UE 2019/2088. Nella sezione dedicata al comparto, si dichiara esplicitamente che “il fondo mira a investire in obbligazioni verdi che finanziano progetti a impatto ambientale positivo” (AXA IM, 2024). Nell'ambito operativo della strategia, si tiene poi conto dell'integrità dei titoli in conformità con le Linee Guida elaborate dalla ICMA (International Capital Market Association) per le Green Bonds. L'intero insieme di opportunità di investimento è sottoposto a criteri ESG predefiniti e misurabili. In coerenza con questa impostazione, il fondo applica una politica di esclusione settoriale molto rigorosa: carbone termico, armi controverse, tabacco, sabbie bituminose e aziende che violano sistematicamente i principi del Global Compact.

Il documento specifica anche che almeno il 90% del portafoglio è composto da investimenti allineati agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea, e che la misurazione dell'impatto viene effettuata tramite indicatori quantitativi, tra cui le emissioni evitate di CO₂, l'intensità carbonica

del portafoglio e l’allocazione verso SDG specifici. Tali informazioni sono poi approfondite nella disclosure SFDR annuale allegata, che riporta nel dettaglio i Key Performance Indicators (KPI). Ad esempio, nel 2024 il fondo ha evitato 54 tonnellate di CO₂ per ogni milione di euro investito, con un’intensità media di 127 tCO₂e/\$M revenue rispetto ai 278 tCO₂e del benchmark (AXA IM, 2024).

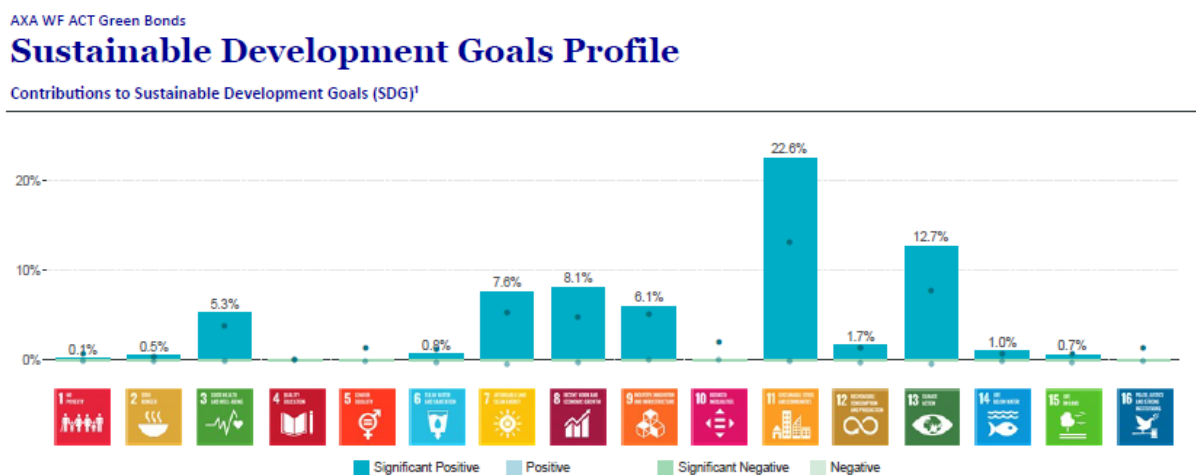


Figura 6 AXA WF ACT Green Bonds. Fonte: ESG Report - April 2025

Per quanto riguarda *AXA WF Euro Sustainable Bonds*, pur trattandosi di un fondo Articolo 8, i documenti ufficiali ne evidenziano una strategia altrettanto strutturata, seppur meno vincolante. Nel Prospetto AXA IM, si dichiara che “il fondo promuove caratteristiche ambientali e/o sociali, ma non ha come obiettivo l’investimento sostenibile”. Tuttavia, si specifica che “almeno il 90% del portafoglio è composto da emittenti con punteggio ESG positivo”, che la copertura ESG è del 99,7%, e che la selezione si basa su una griglia proprietaria che valuta oltre 7.000 emittenti. Il fondo non ha limiti sull’uso di green bonds, ma integra criteri ESG in ogni fase del processo, dall’analisi pre-investimento fino al monitoraggio ex post.

Anche in questo caso, la disclosure SFDR annuale offre una mappatura dettagliata degli obiettivi promossi: riduzione dell’intensità di carbonio del portafoglio, parità di genere nei board aziendali, indipendenza della governance. Viene dichiarato inoltre che il fondo esercita attività di engagement attivo con il 30,4% degli emittenti, concentrandosi su temi come transizione climatica e disclosure ambientale. La strategia di esclusione è meno rigida rispetto al fondo ACT, ma comprende comunque i settori più controversi, come il carbone e le armi vietate.

In entrambi i fondi AXA, si nota una coerenza marcata tra le finalità dichiarate nei documenti ufficiali e le metriche utilizzate per monitorare l’effettivo allineamento alla strategia. Questo aspetto è spesso sottolineato anche nella survey qualitativa. Una risposta, ad esempio, afferma

che “la forza dei nostri fondi non è solo nei criteri ESG adottati, ma nella trasparenza con cui misuriamo l’impatto. Ogni cliente può vedere se stiamo facendo davvero ciò che promettiamo”. Un’altra osservazione, più analitica, sottolinea come “la distinzione tra articolo 8 e 9 non sia solo formale: determina il grado di ambizione e la rigidità delle scelte che possiamo (o dobbiamo) fare”.

Diversamente, il fondo *Euromobiliare Corporate Investment Grade I* presenta nei propri documenti una struttura più tradizionale, priva di riferimenti alla sostenibilità. Nel prospetto ufficiale, si specifica che il fondo ha come obiettivo “la valorizzazione del capitale attraverso un portafoglio obbligazionario corporate investment grade, con attenzione alla diversificazione settoriale e geografica e alla liquidità degli strumenti”. Non viene fatta alcuna menzione di metriche ESG, né sono riportati criteri di esclusione settoriale o impegni rispetto agli SDG.

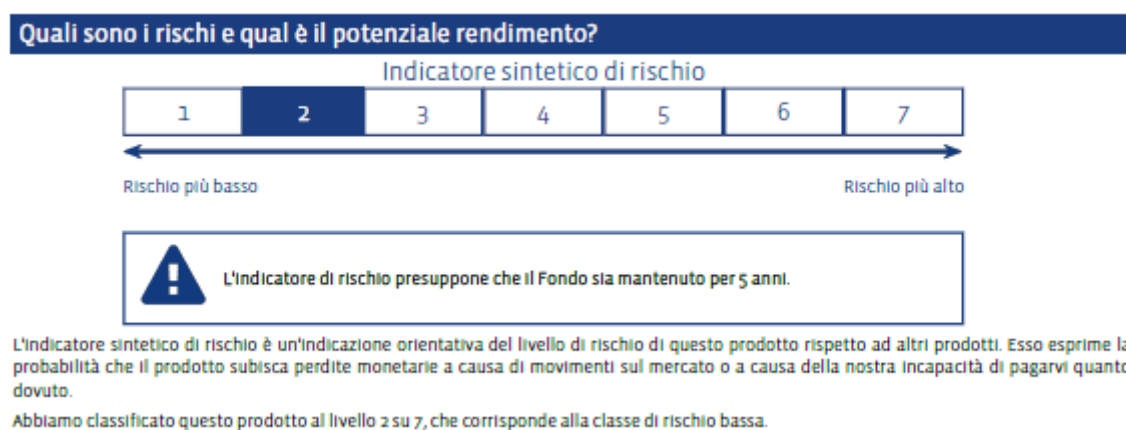


Figura 7 Euromobiliare Corporate Investment Grade I. Fonte: KID

Anche nel KID, l’indicatore di rischio-rendimento (SRRI) è di 2 su 7, ma non vengono forniti dati su emissioni, engagement o punteggi ESG. Il fondo si limita a fornire le informazioni richieste dalla normativa PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products), senza alcuna estensione volontaria ai criteri di sostenibilità.

Il factsheet aggiornato conferma questa impostazione: si riportano performance mensili, asset allocation per rating e settori, ma nessun riferimento a parametri ESG. Non è presente alcuna disclosure volontaria SFDR, né indicatori ambientali. In altri termini, il fondo di Euromobiliare si configura come una strategia puramente finanziaria, focalizzata su rendimento e stabilità, ma non orientata all’impatto o alla gestione del rischio ambientale o sociale. Questo non costituisce un’anomalia, ma lo rende idoneo come termine di confronto per valutare se l’integrazione ESG implichi differenze significative sul piano gestionale e strategico.

La comparazione tra questi tre fondi, basata sui rispettivi prospetti, dimostra chiaramente che l'integrazione ESG non è solo una scelta di etichettatura, ma comporta una trasformazione profonda nel linguaggio, nella trasparenza e nella responsabilità dell'intermediario finanziario. Come rileva un'altra testimonianza dalla survey qualitativa, *“l'ESG si vede prima ancora che nei numeri, nella struttura dei nostri documenti. Lì si misura quanto è forte l'impegno dell'asset manager”*. In tal senso, i documenti dei fondi AXA offrono un esempio avanzato di comunicazione trasparente e misurabile, mentre il fondo Euromobiliare rimane ancorato a un modello pre-SFDR, in cui l'unico parametro valutativo è la performance economica.

3.4. Contestualizzazione normativa: differenza tra art. 8 e 9 SFDR e non classificati

Chiunque oggi si avvicini al mondo degli investimenti sostenibili si imbatte inevitabilmente in due sigle ricorrenti: “Articolo 8” e “Articolo 9”. Eppure, la distinzione tra queste due categorie – che scaturisce direttamente dal Regolamento SFDR – non è solo una questione formale o giuridica. Al contrario, essa rappresenta una vera e propria linea di confine tra approcci differenti all'idea di responsabilità nella gestione finanziaria.

Effettivamente, anche sul terreno della coerenza tra i propositi di un fondo e i suoi obiettivi concreti si gioca la partita. Non è necessario desumere chissà quali informazioni dal Regolamento SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) che ha iniziato imperativamente a operare nel 2021 perché ha quanto di semplice in sé e di grande ambizione di portare trasparenza e confrontabilità nei prodotti finanziari che in qualche modo si dichiarino “sostenibili”.

L'etica ESG stava per diventare una semplice etichetta di moda senza senso, ma l'Unione Europea ha deciso di porre termine a questa situazione elargendo invece vita regolamentare a ciò che fino ad oggi era lasciato nella discrezione del gestore del fondo. E lo ha fatto imponendo quella che non può considerarsi solo un principio contabile e tuttavia può anche essere presa come discriminante tra vari tipi di fondi.

A un primo livello si trovano i fondi che potremmo definire “neutrali”, cioè quelli che non integrano esplicitamente la sostenibilità nella propria strategia. In gergo tecnico non hanno una classificazione SFDR o, più correttamente, si collocano fuori dagli articoli 8 e 9. Il fondo *Euromobiliare Corporate Investment Grade I* rientra esattamente in questa categoria. Per chiarezza, il prospectus del fondo (Euromobiliare SGR 2024) stabilisce che esso non si occupa di argomenti ambientali o sociali e non è orientato alla sostenibilità. La gestione si basa su criteri finanziari tradizionali: qualità del credito, durata, diversificazione e rischio-rendimento. Non vi

sono filtri settoriali e non c'è né nessuna esclusione per contrasto con interessi ambientali e sociali. La filosofia di gestione del fondo potrebbe anche dire che è un fondo che "classico". Tuttavia, è questa sua natura "classica" che lo rende un punto di riferimento interessante per valutare cosa cambia nel novero delle cose quando si passa dall'"integrare" e dall'"analizzare" ESG supplementare.

Salendo di un gradino nella scala SFDR troviamo i fondi Articolo 8, ovvero quei prodotti che promuovono, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali, a condizione che le imprese oggetto d'investimento rispettino prassi di buona governance. Il fondo *AXA WF Euro Sustainable Bonds*, per esempio, si colloca in questa fascia. Pur non avendo come obiettivo esplicito la sostenibilità, esso integra i criteri ESG in maniera strutturata e trasversale. Lo si evince chiaramente sia dalla documentazione SFDR (AXA IM, 2024) che dal prospetto aggiornato (AXA IM, 2024): il fondo seleziona emittenti con punteggio ESG positivo, applica esclusioni in linea con i principi del Global Compact, e monitora il rispetto dei target ambientali, sociali e di governance attraverso indicatori ben definiti. Si tratta di una strategia che usa l'ESG come criterio qualificante per la selezione dei titoli, ma che mantiene una certa flessibilità operativa.

La categoria di più alto livello è rappresentata dai fondi Articolo 9, quelli che hanno come fine dichiarato l'investimento sostenibile. In questo caso non si tratta solo di promuovere caratteristiche ESG, ma di dimostrare – dati alla mano – che gli investimenti effettuati perseguono un impatto positivo e che non arrecano danni significativi ad altri obiettivi (il principio del "do no significant harm"). Il fondo *AXA WF ACT Green Bonds* incarna perfettamente questo paradigma. Oltre il 96% del suo portafoglio è investito in obbligazioni verdi, selezionate secondo i Green Bond Principles dell'ICMA, e l'impatto viene misurato attraverso metriche concrete: intensità carbonica del portafoglio, allineamento agli SDG e emissioni evitate (AXA IM, 2024). Si tratta, insomma, di un fondo che assume la sostenibilità non come opzione, ma come missione di portafoglio.

Se osserviamo queste tre categorie – fondo non classificato, articolo 8 e articolo 9 – ci accorgiamo che la differenza non è solo quantitativa, ma qualitativa e culturale. La stessa survey qualitativa, condotta tra i dipendenti di AXA IM, restituisce una percezione molto nitida di queste distinzioni. In una delle risposte più emblematiche si legge: *"Con i fondi articolo 8 possiamo promuovere valori. Con l'articolo 9 dobbiamo dimostrare risultati"*. Un altro partecipante osserva che *"l'articolo 9 ci obbliga a uscire dalla zona grigia: ogni scelta va giustificata, ogni esclusione è un atto strategico e ogni investimento diventa pubblico nella sua intenzionalità"*.

È evidente, dunque, che la classificazione SFDR impatta anche sulla governance interna delle società di gestione. Nei fondi articolo 9, ad esempio, le verifiche di coerenza tra obiettivo dichiarato e comportamento reale sono più frequenti, più documentate e spesso soggette a revisione da parte di comitati interni. I fondi articolo 8, pur non essendo esenti da obblighi di rendicontazione, hanno una soglia di flessibilità maggiore. E i fondi non classificati, sebbene ancora diffusi, stanno progressivamente riducendo la loro attrattività agli occhi di una clientela sempre più sensibile ai temi ambientali e sociali.

C'è poi un'altra dimensione da considerare: la comunicazione. I fondi ESG – soprattutto quelli articolo 9 – devono parlare un linguaggio diverso. Devono saper raccontare le scelte di investimento, spiegare l'impatto, documentare il percorso. In questo senso, la classificazione SFDR ha anche una funzione educativa, nel senso più profondo del termine. Costringe i gestori a rendersi trasparenti, a farsi valutare non solo per i numeri di bilancio, ma per la coerenza tra parole e azioni. È proprio questo, forse, il lascito più duraturo della riforma.

D'altra parte, in una prospettiva ESG che voglia avere un reale impatto e come tale non episodico o formale bisogna valutare molti aspetti. Uno di essi che merita qualche approfondimento è il rischio. Per lungo tempo, i modelli di finanza tradizionale si sono affidati unicamente a dati storici, previsioni del mercato e analisi quantitative uniformi. Tuttavia, molti eventi imprevisi sfuggono semplicemente alle attuali chiavi. A partire dall'inquinamento ambientale e propaganda avversa fino alle procedure giudiziarie e repentini cambiamenti normativi. È di fatto in questo spazio che abitano i fattori ESG. Un'azienda che lancia alle ortiche la propria impronta ambientale tollera la discriminazione o mantiene strutture di governance oscure, è in realtà esposta a una serie di vulnerabilità spesso sottovalutate. È quindi deplorabile che, di fronte a tutto questo, l'integrazione ESG venga vista come un'aggiunta accessoria invece di una forma autenticamente avanzata di gestione extra-finanziaria dei rischi.

Un esempio di questa idea è la reazione causata dalla catastrofe ambientale che ha avvolto la BP nel Golfo del Messico o da uno scandalo etico come quelli che hanno colpito Volkswagen: in entrambi questi casi, soddisfare i conti – crollo in Borsa a multe miliardarie e magari perdita totale di fiducia da parte degli investitori non è che la lunga catena diretta di problemi che tutti potevano vedere, ma nessuno prendeva sul serio.

Una gestione ESG di alta qualità avrebbe anche potuto indicare almeno l'esistenza di tali rischi. Non a caso, in ambienti finanziari in cui la cultura della propensione al rischio prende sempre più piede, si comincia ad avvertire una diffusa consapevolezza della esistenza di un "rischio reputazionale", un "rischio regolamentare" e il pericolo dell'effetto serra come variabili che non sono più opzionali ma bensì centrali nella costruzione di un proprio portafoglio.

Ma non c'è solo il rischio. C'è anche la reputazione e la capacità di un'azienda – o di un fondo – di proporre con successo le proprie offerte sulla piazza. In una società come il villaggio globale, in cui trasparenza e coerenza sono diventate carte vincenti, la reputazione non è più soltanto una questione di "forma". È un vero e proprio capitale intangibile. Aziende percepite come responsabili attraggono più facilmente clienti, partner e talenti. E fondi che investono in modo coerente con certi valori sono preferiti da una fascia crescente di investitori, soprattutto istituzionali. Per questo motivo, molte società di gestione oggi affiancano al classico bilancio economico un bilancio di sostenibilità, e curano la comunicazione ESG come un asset strategico. Il valore reputazionale si sedimenta nel tempo, ma quando viene intaccato può svanire in pochi giorni.

Un passaggio della survey qualitativa, condotta internamente in AXA IM, offre una chiave interpretativa interessante. Un intervistato afferma: *“Un errore sul rendimento si corregge. Una perdita di credibilità, no. Per questo l'ESG per noi non è solo uno strumento analitico, ma una dichiarazione pubblica: di come vogliamo essere percepiti, e da chi”*. Questa frase, apparentemente semplice, racchiude l'idea che sostenibilità e reputazione non si limitino a incidere sul breve periodo, ma contribuiscano a costruire un'identità nel tempo.

Infine, c'è un terzo aspetto teorico che merita attenzione, forse meno discusso ma altrettanto rilevante: quello della resilienza settoriale. Non tutti i settori dell'economia si trovano nella stessa posizione quando si tratta di affrontare cambiamenti climatici, pressioni sociali o rivoluzioni normative. Alcuni comparti – pensiamo alle energie fossili, alla chimica pesante, alla manifattura ad alta intensità di carbonio – sono strutturalmente esposti a rischi futuri. Altri – come le energie rinnovabili, l'economia circolare, la mobilità elettrica – beneficiano già oggi di incentivi, attenzione politica e domanda crescente. L'integrazione ESG, in quest'ottica, si rivela utile per riequilibrare le esposizioni settoriali, riducendo il peso di attività vulnerabili e rafforzando la presenza in aree più promettenti.

Qui non si tratta soltanto di predire il futuro, ma di leggere correttamente i segnali del presente. Una gestione lungimirante, che sappia interpretare i cambiamenti strutturali in atto, è in grado di costruire portafogli più resistenti agli shock sistemici. Come ha osservato un altro partecipante alla survey qualitativa: *“I nostri fondi ESG, per statuto, si tengono lontani dai settori che generano più instabilità. Questo ci ha permesso, in alcuni momenti critici, di limitare i danni quando altri registravano perdite rilevanti”*. La resilienza, dunque, non è solo una parola da inserire nei report, ma un criterio concreto che orienta le scelte allocative.

A ben vedere, quindi, rischio, reputazione e resilienza non sono tre concetti separati. Sono tre facce dello stesso processo, quello in cui l'ESG non è un'etichetta, ma un metodo di lettura della

realtà. In un mercato sempre più interdipendente e imprevedibile, l'integrazione di questi criteri diventa non solo utile, ma necessaria. Nei prossimi paragrafi, cercheremo di capire se – e quanto – questa impostazione teorica trovi conferma nei dati empirici. Ma già ora appare chiaro che non si tratta più di scegliere tra rendimento e responsabilità: spesso, è proprio la responsabilità a garantire il rendimento nel lungo periodo.

Di fatto, insomma, la differenza tra Art. 8 e 9 non è un tecnicismo. È una scelta di campo. È il passaggio da un mondo in cui la sostenibilità era una delle tante opzioni a uno in cui essa diventa – per alcuni strumenti – la bussola unica dell'agire finanziario. I fondi AXA ne offrono una testimonianza concreta. E la presenza, nel confronto, di un fondo come quello di Euromobiliare – che non integra criteri ESG – permette di osservare, in modo quasi sperimentale, come la normativa SFDR abbia generato non solo nuovi obblighi, ma anche nuove forme di responsabilità. In fondo, non è più solo questione di “che cosa compriamo”, ma di che cosa dichiariamo di voler cambiare investendo.

3.5. Costruzione del modello di analisi: fonti, metodologia e finalità

Il punto di partenza per comprendere la dinamica dei fondi oggetto di studio non poteva esaurirsi nella semplice consultazione dei prospetti informativi. I documenti ufficiali, come i KIID o i prospetti di AXA IM ed Euromobiliare, hanno certamente il merito di fornire una cornice regolamentare chiara e di dichiarare le linee guida seguite nella gestione dei fondi. Tuttavia, si fermano a una dimensione descrittiva: presentano strategie e obiettivi, ma non raccontano davvero come questi strumenti si siano mossi nel tempo né come abbiano reagito alle diverse fasi di mercato. Mancano, in altre parole, di quella profondità analitica necessaria a valutare l'efficacia delle scelte di gestione su un orizzonte medio-lungo.

È proprio da questa lacuna che nasce l'esigenza di costruire un modello ad hoc, capace di restituire in modo sistematico e comparabile l'andamento dei tre fondi analizzati – AXA WF ACT Green Bond, AXA WF Euro Bond ed Euromobiliare Corporate Investment Grade I – dal 2020 fino alla metà del 2025. Per realizzarlo si è partiti da una base solida di dati giornalieri ricavati da Bloomberg, integrati da dataset specifici riferiti a ciascun fondo.

L'elaborazione si è concentrata su indicatori ampiamente consolidati nella prassi finanziaria, scelti per la loro capacità di cogliere aspetti differenti del rischio e della performance. Lo Sharpe Ratio ha permesso di valutare quanto rendimento sia stato effettivamente ottenuto a fronte del rischio sostenuto; il Max Drawdown ha mostrato quanto in profondità i fondi siano scesi nei momenti più critici; la volatilità giornaliera ha restituito, con immediatezza, il livello di

incertezza dei mercati. A queste misure si sono aggiunte la skewness, per cogliere eventuali squilibri nella distribuzione dei rendimenti, e la kurtosis, utile a rilevare la presenza di picchi anomali o eventi estremi. Questa combinazione di metriche ha permesso di andare oltre la staticità dei prospetti informativi, offrendo una fotografia molto più vicina alla realtà operativa. Non un mero elenco di strategie dichiarate, ma la possibilità di osservare, con continuità e precisione, come i fondi abbiano effettivamente performato in contesti di mercato complessi e mutevoli.

Grazie a questa impostazione, il modello non si limita a restituire una fotografia astratta, ma fornisce una rappresentazione dinamica e realistica del comportamento dei fondi nei diversi scenari di mercato, andando ben oltre ciò che è possibile ricavare dai soli documenti informativi. Il processo di costruzione si è sviluppato per fasi. In primo luogo, è stata effettuata una ricognizione delle serie storiche, con la rimozione delle osservazioni mancanti e la normalizzazione dei dati per consentire il confronto.

Successivamente sono state calcolate le grandezze statistiche di base – media, deviazione standard, varianza – a partire dalle quali è stato possibile derivare gli indicatori più complessi. Infine, per catturare la relazione tra i diversi fondi, è stata costruita una matrice di correlazione, utile per valutare quanto i movimenti dei prodotti ESG di AXA fossero effettivamente indipendenti o invece allineati a quelli di un fondo tradizionale come l'Euromobiliare Corporate Investment Grade I.

Parallelamente, un ulteriore step del modello ha riguardato la struttura dei portafogli. Attraverso i documenti interni e le ricostruzioni fornite dai report sui pesi, sono stati analizzati sia la distribuzione settoriale sia la ripartizione per scadenze e rating creditizi. Questo passaggio ha permesso di affiancare all'analisi dei rendimenti un'indagine sulla composizione, così da comprendere non solo come i fondi si siano comportati, ma anche il perché di tali comportamenti.

Confrontando le allocazioni si sono potuti evidenziare elementi di rigidità o di flessibilità nelle strategie ESG rispetto a quelle tradizionali, in un quadro che sarebbe rimasto in ombra se ci si fosse limitati al materiale divulgativo dei prospetti. Il modello non nasce per descrivere semplicemente dei numeri, ma per interpretarli. È servito a capire come i fondi si siano mossi davvero, mostrando con chiarezza le loro reazioni agli urti del mercato: dal crollo legato alla pandemia del 2020 fino alla stretta monetaria degli anni successivi. In questo senso, la costruzione del modello rappresenta il cuore empirico della tesi. Senza di esso, l'analisi si sarebbe limitata a un confronto teorico tra dichiarazioni di intenti e quadri normativi; con esso, invece, diventa possibile testare concretamente se e come l'integrazione dei criteri ESG nei fondi

di AXA IM abbia inciso sui profili di rischio-rendimento e sulla capacità di diversificazione rispetto a un benchmark non ESG. Il paragrafo che segue avvierà dunque l'esposizione dei risultati, che verranno presentati secondo una sequenza logica: prima i dati di performance dei singoli fondi, poi le correlazioni, infine la struttura dei portafogli e il confronto tra pesi.

3.6. Analisi preliminare dei dati Bloomberg e delle metriche di riferimento

Come anticipato il modello ha fornito come base empirica dell'analisi il dataset Bloomberg riorganizzato e pulito nei file di input, che raccoglie le serie giornaliere dei tre fondi presi in esame – AXA WF ACT Green Bond, AXA WF Euro Bond ed Euromobiliare Corporate Investment Grade I – lungo un arco temporale che va dal gennaio 2020 alla metà del 2025. La granularità quotidiana del campione consente di cogliere, con continuità, l'evoluzione delle performance, dei rendimenti e delle fasi di maggiore turbolenza dei mercati.

Le serie includono il valore di chiusura (close), il rendimento giornaliero (daily return) e il rendimento medio (mean return), oltre a una chiara indicazione delle date mancanti, che sono state escluse dall'analisi per preservare l'integrità delle distribuzioni. L'omogeneizzazione dei dati è avvenuta mediante normalizzazione a base 100 al 1° gennaio 2020, così da rendere confrontabili le traiettorie dei tre fondi, eliminando le differenze dovute ai diversi livelli iniziali di NAV.

La lettura delle prime osservazioni mette subito in luce alcune differenze. Il 2 gennaio 2020 AXA WF ACT Green Bond registra un daily return negativo pari a $-0,120\%$, mentre l'AXA WF Euro Bond evidenzia un guadagno dello $0,103\%$ ed Euromobiliare Corporate IG segna un incremento dello $0,060\%$. Già il giorno dopo, il 3 gennaio 2020, i numeri cambiano direzione: l'AXA Green Bond arretra del $-0,220\%$, l'AXA Euro Bond perde il $-0,155\%$ e anche Euromobiliare scivola, seppur di appena $-0,020\%$. Variazioni minime, certo, nell'ordine dei decimi di punto, ma sufficienti a mostrare quanto i fondi fossero sensibili agli umori del mercato fin dai primi giorni dell'anno.

Scorrendo le serie, si arriva presto a marzo 2020, quando l'impatto della pandemia diventa evidente. Il 10 marzo l'AXA Green Bond registra un tonfo del $-0,73\%$, seguito dall'AXA Euro Bond che perde lo $-0,17\%$ e da Euromobiliare che arretra di $-0,041\%$. Ancora più netto il colpo due giorni dopo, il 12 marzo, con un nuovo calo del $-0,72\%$ per il Green Bond, $-0,051\%$ per l'Euro Bond e $-0,041\%$ per Euromobiliare. In quelle stesse giornate la volatilità giornaliera, misurata su base rolling, sfonda l'1%: un livello fuori dall'ordinario per fondi obbligazionari investment grade, che per loro natura dovrebbero garantire una maggiore stabilità. Eppure,

nonostante la violenza dello shock iniziale, i dati raccontano anche la capacità di reazione del mercato. Il 17 marzo 2020, a pochi giorni dal crollo, i tre fondi tornano a segnare rendimenti positivi: Euromobiliare cresce dello 0,102%, l'AXA Euro Bond guadagna lo 0,119% e il Green Bond sale addirittura dello 0,260%. È la dimostrazione plastica di quanto rapidamente i portafogli obbligazionari possano recuperare terreno quando le banche centrali intervengono con misure straordinarie di sostegno alla liquidità.

Per interpretare in maniera sistematica queste dinamiche, si è fatto ricorso a un set di metriche consolidate. Lo Sharpe Ratio permette di misurare quanto rendimento in eccesso rispetto al tasso risk-free sia stato ottenuto per ogni unità di rischio: nelle prime osservazioni, il Green Bond si colloca attorno a valori medi di 0,29, leggermente superiori all'Euro Bond (0,27), mentre Euromobiliare mostra un andamento più discontinuo. Il Max Drawdown restituisce la perdita massima cumulata: per i fondi Bloomberg riporta valori particolarmente ampi nel 2020, con punte di -24,36% per il Green Bond e -21,02% per l'Euro Bond, confermando l'intensità della crisi. La volatilità giornaliera, calcolata come deviazione standard dei daily return, oscilla tra valori medi dell'1,8% e del 2,3% nel periodo, con picchi oltre il 3% nelle settimane centrali di marzo 2020.

Completano il quadro le misure di skewness e kurtosis. Per AXA Euro Bond lo skewness medio risulta positivo (+0,22), segnalando una leggera prevalenza di rendimenti al di sopra della media, ma con una kurtosis molto elevata (8,38), segno di distribuzione con code pesanti e forte concentrazione di eventi estremi. Al contrario, AXA Green Bond presenta skewness negativa (-0,29) e kurtosis prossima alla normalità (2,97), rivelando una maggiore frequenza di rendimenti inferiori alla media ma con distribuzione meno soggetta a eventi rari.

Queste evidenze permettono già alcune osservazioni di contesto. Nel primo trimestre 2020, i tre fondi hanno subito shock significativi: i daily return negativi ricorrenti, i drawdown superiori al 20% e la volatilità esplosa oltre il 3% mostrano un livello di vulnerabilità che i prospetti ufficiali non avrebbero potuto far emergere. Successivamente, tra il 2021 e il 2022, si osserva una progressiva stabilizzazione: i daily return tendono a gravitare intorno allo zero e la volatilità rientra su livelli inferiori al 2%. Tuttavia, dal 2022 in avanti, con l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi, la volatilità e i drawdown tornano a intensificarsi. Le serie Bloomberg documentano frequenti sequenze di rendimenti negativi, segno delle difficoltà dei portafogli obbligazionari a mantenere la stabilità in un contesto di politica monetaria restrittiva.

Nel complesso, i dati Bloomberg mostrano come le metriche quantitative selezionate – Sharpe Ratio, Max Drawdown, volatilità, skewness e kurtosis – non siano meri strumenti descrittivi, ma vere e proprie chiavi interpretative. Grazie ad esse è stato possibile leggere in profondità le

dinamiche dei tre fondi: comprendere quanto abbiano perso nei momenti di crisi, quanto siano stati efficienti nel convertire rischio in rendimento e quanto spesso abbiano sperimentato eventi estremi.

Questa analisi preliminare non esaurisce il lavoro ma costituisce il fondamento su cui si articoleranno i paragrafi successivi, dedicati dapprima ai profili dei singoli fondi, quindi alle correlazioni tra ESG e non ESG e infine alla struttura interna dei portafogli. Già da questa prima sezione appare evidente come un approccio fondato solo su prospetti informativi sarebbe stato insufficiente: solo i numeri giornalieri dei dataset Bloomberg consentono di cogliere con chiarezza i tratti distintivi del periodo 2020–2025, ossia la violenza della fase pandemica, il recupero successivo e le tensioni dovute alla stretta monetaria.

3.7. Performance storica e profilo di rischio dei tre fondi

Analizzare i dataset dedicati ai tre fondi significa entrare nel vivo dei loro comportamenti reali, osservando come ciascuno abbia reagito agli eventi che hanno segnato gli ultimi cinque anni. L'intervallo temporale preso in esame – da gennaio 2020 a giugno 2025 – non è stato infatti un periodo qualunque, ma uno dei più turbolenti per i mercati obbligazionari: prima lo shock improvviso della pandemia, che ha fatto crollare la liquidità e innescato una correzione violenta dei prezzi, poi la lunga stagione di rialzi dei tassi, che ha ulteriormente eroso i valori dei portafogli.

All'interno di questo scenario, il fondo **AXA WF ACT Green Bond** rappresenta un banco di prova significativo per comprendere i limiti e le potenzialità di un approccio ESG rigoroso. La sua strategia, centrata sull'acquisto di obbligazioni green emesse per finanziare progetti a impatto ambientale, lo espone a un universo più ristretto di titoli e, di conseguenza, a una minore flessibilità. I numeri parlano chiaro: nel 2020 il fondo ha toccato un Max Drawdown del – 24,36%, la contrazione più profonda fra i tre prodotti in analisi. Anche la volatilità media giornaliera, che si aggira intorno al 2,04%, ha raggiunto punte oltre il 3% nei giorni più difficili di marzo 2020, segno di una sensibilità elevata agli scossoni di mercato.

Il profilo statistico del fondo è reso ancora più chiaro dai valori di skewness e kurtosis. La skewness è pari a –0,297, segnale che la distribuzione dei rendimenti presenta una tendenza negativa, con una maggiore frequenza di risultati inferiori alla media. La kurtosis, pari a 2,97, è vicina al valore di una distribuzione normale ma comunque segnala code sufficientemente spesse da includere eventi estremi, pur senza raggiungere i livelli critici osservati in altri fondi.

Lo Sharpe Ratio del Green Bond è risultato altalenante nel periodo, con valori che in più occasioni si sono collocati sotto la soglia dello zero nei momenti di stress, per poi recuperare sopra lo 0,3 nelle fasi di normalizzazione dei mercati. Questa volatilità dell'indicatore riflette una dinamica tipica dei fondi ESG a forte vincolo tematico: l'assenza di flessibilità nell'allocazione comporta un maggior sacrificio in termini di resilienza durante i periodi di shock.

In sintesi, l'AXA WF ACT Green Bond mostra un comportamento più vulnerabile nei momenti di crisi, ma conserva una coerenza tematica che lo rende rappresentativo delle sfide di un approccio ESG stringente.

Il secondo fondo, **AXA WF Euro Bond**, appartiene anch'esso alla categoria ESG ma con una struttura più ampia e meno vincolata, che si traduce in un diverso profilo di rischio. Dai dati emerge un Max Drawdown di circa -21%, inferiore a quello registrato dal Green Bond, segno di una maggiore tenuta durante la fase più acuta della crisi. La volatilità media si attesta intorno al 2,28%, con picchi anch'essa sopra il 3% nel marzo 2020 e nel 2022, quando la stretta monetaria della BCE e della Federal Reserve ha colpito i mercati obbligazionari.

La distribuzione dei rendimenti dell'Euro Bond è caratterizzata da una skewness positiva (+0,22), che indica una leggera prevalenza di rendimenti superiori alla media. La kurtosis, invece, raggiunge un livello molto elevato, pari a 8,38, segnalando code pesanti e una forte concentrazione di eventi estremi. Questo dato è particolarmente significativo: significa che, pur essendo il fondo in grado di contenere le perdite cumulative meglio del Green Bond, i suoi rendimenti sono stati segnati da una frequenza maggiore di episodi di volatilità eccezionale.

Lo Sharpe Ratio dell'Euro Bond ha mostrato valori iniziali vicini allo 0,27, saliti oltre 0,3 nei momenti di stabilità, ma con frequenti ricadute negative nelle fasi di tensione. Rispetto al Green Bond, la dinamica appare meno penalizzante, grazie alla maggiore flessibilità del portafoglio.

In sintesi, l'AXA WF Euro Bond si dimostra più equilibrato del Green Bond, con drawdown meno profondi ma una struttura distributiva dei rendimenti più segnata da eventi estremi.

Il terzo fondo, **Euromobiliare Corporate Investment Grade I**, rappresenta il benchmark non ESG dell'analisi. A differenza dei due fondi AXA, esso non presenta vincoli stringenti di natura ambientale o sociale, adottando quindi criteri di selezione più ampi e orientati al rendimento. Dai dati emerge un Max Drawdown prossimo al -14.10%, leggermente inferiore a quello degli altri due fondi, a conferma di una maggiore resilienza durante la fase pandemica. La volatilità media si colloca su valori più contenuti, in linea con la natura corporate investment grade del portafoglio.

La distribuzione dei rendimenti mostra una skewness positiva, segno di una maggiore frequenza di performance superiori alla media, e una kurtosis meno estrema rispetto all'Euro Bond, il che suggerisce una distribuzione più stabile e meno soggetta a eventi eccezionali.

Lo Sharpe Ratio del fondo Euromobiliare si colloca su livelli comparabili, ma con maggiore stabilità rispetto ai due fondi AXA: pur non brillando nelle fasi di espansione, ha mostrato una continuità che gli ha permesso di contenere gli effetti delle crisi.

Il confronto diretto tra i tre fondi mette in luce alcune differenze sostanziali. In termini di Max Drawdown, il Green Bond è stato il più penalizzato (−24,36%), seguito dall'Euro Bond (−21%) e infine dall'Euromobiliare (−14.10%), a conferma che la maggiore rigidità dei vincoli ESG comporta una minore capacità di difesa nei momenti di shock.

La volatilità ha seguito lo stesso schema: più elevata per i fondi AXA (oltre il 2% medio, con picchi sopra il 3%) e più contenuta per Euromobiliare, che ha mostrato oscillazioni più regolari.

Lo Sharpe Ratio ha premiato, nei momenti di mercato stabile, l'AXA Euro Bond, mentre il Green Bond è risultato più altalenante. L'Euromobiliare, pur con rendimenti medi inferiori in alcuni periodi, ha garantito una maggiore continuità, risultando meno vulnerabile agli estremi.

Infine, l'analisi di skewness e kurtosis ha evidenziato differenze di rilievo: se l'AXA Euro Bond è stato caratterizzato da code molto pesanti (kurtosis 8,38), il Green Bond ha mantenuto una distribuzione più vicina alla normalità (kurtosis 2,97), mentre Euromobiliare ha mostrato un comportamento intermedio, confermando la sua natura meno esposta a vincoli ma anche meno soggetta a squilibri statistici estremi.

Di fatto, la lettura dei dati dei tre fondi suggerisce che i prodotti ESG, pur coerenti con i criteri di sostenibilità, tendono a mostrare maggiore vulnerabilità agli shock e una volatilità più elevata, mentre un fondo non ESG come l'Euromobiliare appare più resiliente e stabile. Queste evidenze, tuttavia, non devono essere lette in termini assoluti: esse riflettono la diversa filosofia gestionale e la diversa esposizione ai vincoli ESG, che comportano inevitabili trade-off tra coerenza tematica e performance finanziaria. Un'ultima avvertenza riguarda la confrontabilità delle metriche di rischio-rendimento: la quota di obbligazioni Non Rated (NR) non è marginale nei tre portafogli e può incidere sulla lettura dei risultati. I dati di composizione mostrano infatti incidenze diverse di NR — 30,98% per AXA WF Euro Bonds, 20,19% per AXA WF ACT Green Bonds e 12,49% per Euromobiliare Corporate IG — con il rischio di “sporcare” i confronti se non si distinguono le viste as reported e within-rated. Per questo, nel paragrafo 3.9 analizzeremo la struttura dei portafogli adottando entrambe le prospettive, così da preservare trasparenza e coerenza interpretativa.

3.8. Correlazioni tra fondi ESG e non ESG

Un passaggio cruciale dell'analisi riguarda la misura in cui i fondi ESG e il fondo tradizionale Euromobiliare Corporate Investment Grade I si muovono in maniera allineata. La correlazione, in questo senso, rappresenta lo strumento quantitativo più immediato per valutare la capacità di diversificazione che un investitore può ottenere combinando strumenti sostenibili e non sostenibili. I dati riportati nel file di correlazione mostrano con chiarezza che il grado di interdipendenza è positivo e significativo: la correlazione calcolata tra AXA WF Euro Bond ed Euromobiliare si attesta a 0,715, mentre quella tra AXA WF ACT Green Bond ed Euromobiliare è leggermente superiore, pari a 0,745.

Questi valori, tutti ampiamente positivi e prossimi a 0,7, indicano che i movimenti dei fondi ESG tendono ad essere fortemente associati a quelli del benchmark non ESG. In altre parole, nei periodi di turbolenza i tre fondi reagiscono in maniera simile, riducendo la possibilità di ottenere benefici di diversificazione significativi. Tuttavia, le serie mostrano anche fasi in cui le differenze di filosofia gestionale – più rigida per i fondi ESG, più flessibile per Euromobiliare – determinano scostamenti rilevanti, specie in condizioni di mercato meno stressanti.

Per capire quanto le traiettorie possano divergere, basta tornare a febbraio 2020, quando i mercati iniziavano appena a sentire il peso della pandemia. In quel mese lo Sharpe Ratio dell'AXA WF Euro Bond era scivolato a 0,147, quello del Green Bond a 0,331, mentre l'Euromobiliare segnava già un dato pesantemente negativo, -0,248. In altre parole, proprio mentre il fondo tradizionale entrava in sofferenza, i due prodotti ESG riuscivano ancora a reggere l'urto, mostrando una maggiore capacità di contenere il deterioramento del rapporto rischio/rendimento. La situazione si ribalta il mese successivo, marzo 2020, nel pieno del crollo dei mercati. Lo Sharpe Ratio dell'AXA WF Euro Bond precipita a -0,149, quello del Green Bond a -0,283, e quello di Euromobiliare a -0,301. Qui i tre fondi convergono su valori negativi simili: la crisi sistemica cancella le differenze di strategia e rende inutile, ai fini della diversificazione, la distinzione ESG/non ESG. La correlazione in queste fasi tende a rafforzarsi, segnalando che gli shock globali comprimono le traiettorie individuali e spingono tutti i fondi verso un comportamento comune.

Un'altra evidenza interessante si osserva al 30 giugno 2020, in piena fase di rimbalzo dei mercati dopo gli interventi straordinari delle banche centrali. In questo caso, l'AXA WF Euro Bond registra uno Sharpe Ratio pari a 0,314, il Green Bond addirittura 0,550, mentre Euromobiliare rimane quasi neutro, con 0,050. Qui la divergenza è netta: i fondi ESG beneficiano maggiormente della ripresa, mentre il fondo non ESG fatica a trasformare il miglioramento delle

condizioni di liquidità in performance aggiustate per il rischio. La correlazione resta positiva, ma i livelli di rendimento relativo divergono, offrendo all'investitore un margine di diversificazione. Fenomeni simili si ripetono in più occasioni. Nell'agosto 2020, ad esempio, i valori di Sharpe Ratio scendono rispettivamente a $-0,108$ per l'Euro Bond, $-0,140$ per il Green Bond e $0,519$ per Euromobiliare. Qui il fondo tradizionale si distingue con una performance positiva, in contrasto con i due fondi ESG. L'evidenza conferma che, fuori dalle fasi di stress estremo, i tre prodotti possono muoversi in direzioni diverse, generando opportunità di decorrelazione.

Il quadro torna a cambiare con il progressivo rialzo dei tassi nel 2022. Il 30 settembre 2022, lo Sharpe Ratio del Green Bond tocca $-0,552$, quello dell'Euro Bond $-0,494$, mentre Euromobiliare registra un valore ancora più negativo, $-1,229$. È un chiaro esempio di convergenza nella crisi: tutti i fondi soffrono, ma il fondo tradizionale appare più esposto e penalizzato dal mutato scenario dei tassi.

Anche nel 2023 emergono segnali interessanti. Il 31 marzo 2023, l'Euro Bond segna un valore di Sharpe pari a $0,119$, il Green Bond $0,129$, mentre Euromobiliare è ancora negativo, $-0,085$. Qui la divergenza è nuovamente marcata: i fondi ESG mostrano una capacità di adattamento più rapida, mentre il non ESG resta in sofferenza. Pochi mesi dopo, però, al 29 settembre 2023, la situazione si inverte: i valori diventano $-0,618$ per l'Euro Bond, $-0,386$ per il Green Bond ed $-0,276$ per Euromobiliare. Tutti negativi, ma con un allineamento che riduce le differenze.

Il quadro che emerge è chiaro: il legame tra i tre fondi non è mai stabile, ma pulsa insieme al ritmo dei mercati. Nei momenti di burrasca – dalla pandemia del 2020 alla stretta sui tassi del 2022 – le differenze scompaiono e i fondi finiscono per muoversi quasi in parallelo, azzerando di fatto ogni beneficio di diversificazione. Quando invece la tensione si allenta, le distanze riemergono: a volte sono i fondi ESG a prendere il vantaggio, come nel rimbalzo di giugno 2020 o nella ripresa di marzo 2023; altre volte è il fondo tradizionale a dettare il passo, come nell'agosto 2020.

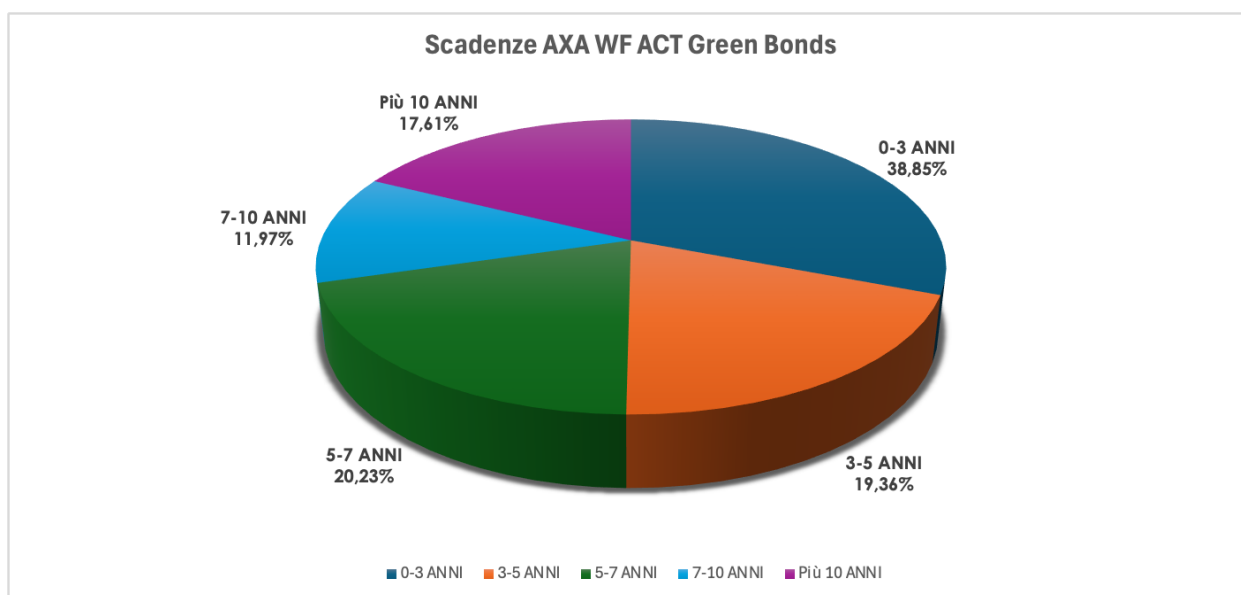
Per chi investe, non si tratta di semplici sfumature statistiche: queste dinamiche hanno conseguenze immediate sulle scelte di portafoglio. La correlazione media elevata ($0,715-0,745$) indica che la combinazione tra fondi ESG e non ESG non elimina il rischio sistemico: nelle crisi, i portafogli finiscono comunque per muoversi insieme. Tuttavia, le fasi di divergenza mostrano che esistono margini di diversificazione tattica: inserire fondi ESG accanto a un fondo tradizionale può ridurre l'impatto di specifici scenari e attenuare le perdite in alcune fasi di mercato. Praticamente, la lettura dei dati di correlazione evidenzia una realtà eterogenea. I fondi ESG e il fondo non ESG sono mediamente ben allineati, ma non perfettamente sovrapponibili. Nelle fasi di stress la correlazione si avvicina all'unità, mentre nei periodi ordinari emergono

differenze significative che offrono spazi di decorrelazione. Per un investitore consapevole, la lezione è duplice: non aspettarsi una protezione assoluta dal rischio sistemico combinando fondi ESG e non ESG, ma riconoscere che la diversità di approcci gestionali può comunque generare un valore aggiunto in termini di equilibrio del portafoglio e di gestione delle oscillazioni.

3.9. Analisi della composizione dei portafogli: i pesi interni

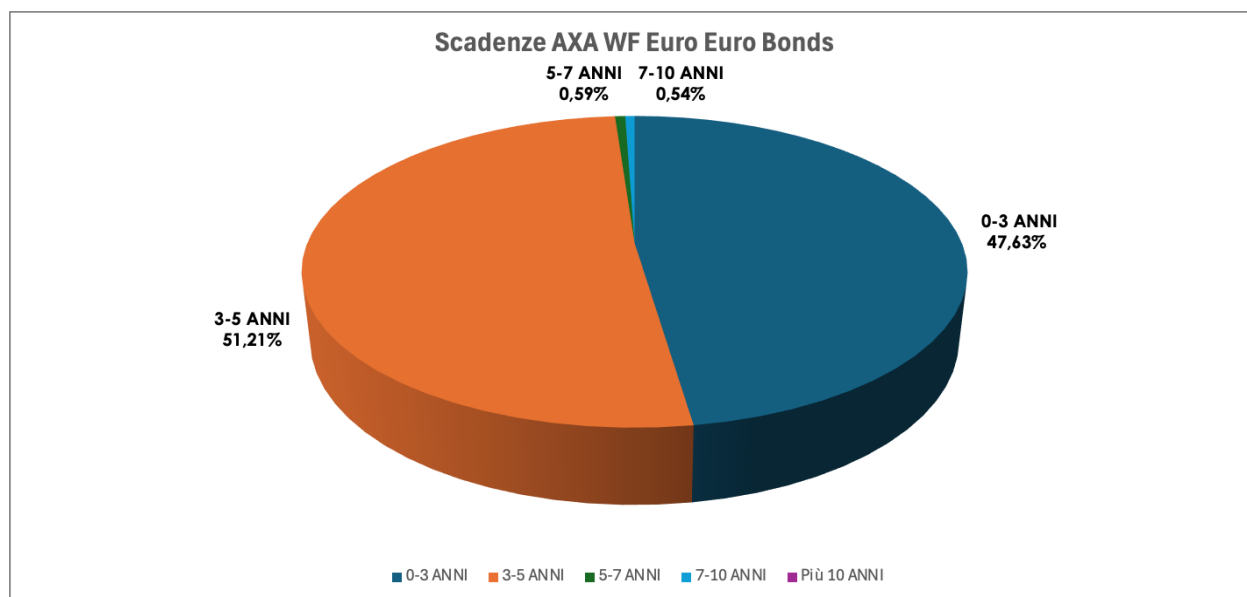
Per capire davvero le differenze nei profili di rischio e rendimento non basta guardare ai risultati passati: bisogna entrare nel cuore dei portafogli e vedere come sono costruiti. È la loro architettura interna – la scelta delle scadenze, la qualità del credito, il peso dei titoli green o di interi settori – a determinare la reazione agli shock di mercato, molto più di qualsiasi dichiarazione nei prospetti. Questi ultimi, infatti, offrono solo un quadro generale, mentre i dati interni mostrano con precisione come, tra il 2020 e il 2025, i gestori abbiano davvero distribuito le risorse e quali compromessi abbiano accettato per conciliare obiettivi di rendimento, vincoli ESG e condizioni mutevoli dei mercati.

La costruzione **dell'AXA WF ACT Green Bond** rispecchia fino in fondo la sua vocazione tematica: gran parte del portafoglio è concentrata in obbligazioni verdi, emesse per sostenere progetti con impatto ambientale concreto. Questa impostazione conferisce al fondo un'identità ESG molto marcata, ma inevitabilmente restringe lo spazio d'azione del gestore, che deve muoversi in un perimetro di titoli più limitato. La distribuzione per scadenze, a prima vista bilanciata, rivela in realtà una precisa inclinazione verso il breve e medio termine: il 30,85% del portafoglio è allocato entro i tre anni, un altro 19,38% tra i tre e i cinque e il 20,23% tra i cinque e i sette anni. Le posizioni oltre i sette anni pesano meno, con l'11,97% tra i sette e i dieci anni e il 17,61% oltre la decade.



Nel complesso, dunque, prevalgono le scadenze medio-brevi: una scelta che riduce la vulnerabilità alle oscillazioni dei tassi, ma che allo stesso tempo taglia fuori buona parte del potenziale rendimento offerto dal lungo termine.

Dal punto di vista del rating, il Green Bond evidenzia una prevalenza di titoli investment grade, ma con una quota significativa di strumenti non classificati (NR), che sarà oggetto di approfondimento più avanti. La rigidità dei vincoli ESG comporta l'impossibilità di ricorrere a determinati settori o a emittenti con profili ambientali deboli, riducendo così il margine di diversificazione. Non sorprende quindi che, come visto nel 3.7, il fondo abbia mostrato un drawdown più profondo (-24,36%) e una maggiore volatilità giornaliera (2,04% in media), proprio perché costretto a muoversi entro un universo più ristretto di titoli. L'**AXA WF Euro Bond**, pur rientrando tra i fondi ESG, si muove con maggiore libertà rispetto al Green Bond e questo si riflette nella composizione del portafoglio. La distribuzione delle scadenze, meno rigida, resta comunque sbilanciata verso il breve e il medio termine: circa il 34,81% delle posizioni è concentrato entro i tre anni e un ulteriore 35,81% ricade nella fascia 3–5 anni. Seguono il 16,42% tra i cinque e i sette anni, l'8,54% tra i sette e i dieci e solo il 2,57% oltre la decade.

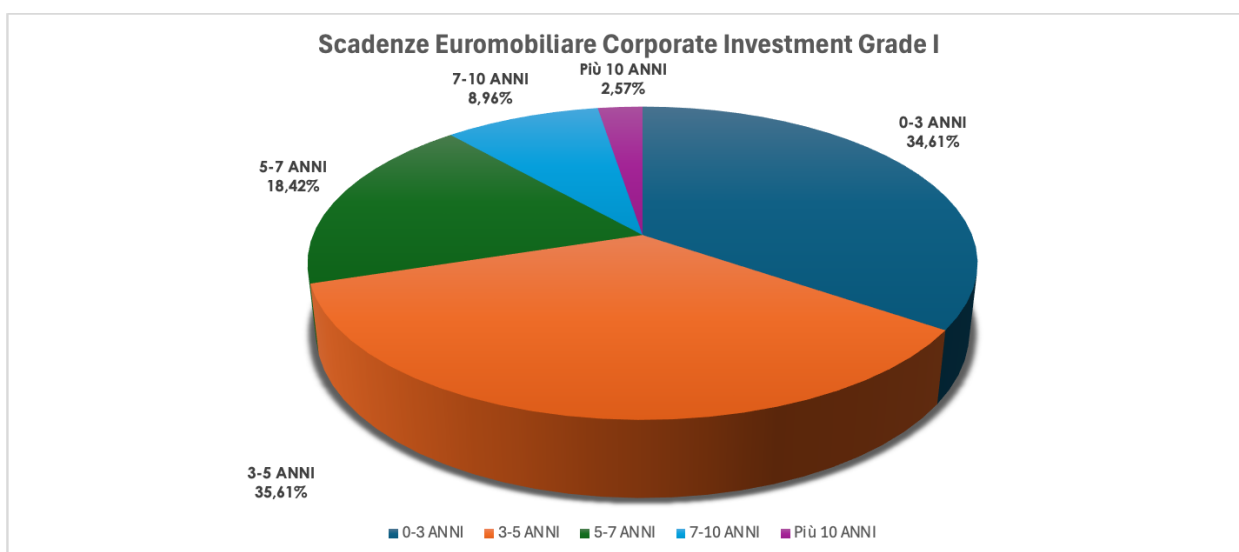


È evidente, quindi, che il fondo preferisce muoversi nella parte bassa della curva: una strategia che riduce l'impatto delle oscillazioni dei tassi, ma che costringe il gestore a un lavoro costante di rinnovo e rotazione dei titoli per mantenere equilibrio e rendimento nel tempo.

Dal punto di vista della qualità creditizia, la quota di investment grade resta predominante, ma più frammentata rispetto al Green Bond. Ciò significa che il fondo, pur mantenendo una chiara etichetta ESG, si concede margini di manovra più ampi, potendo includere emittenti di diverso

profilo purché rientranti nei criteri sostenibili. Questa maggiore libertà si traduce, sul piano empirico, in una performance meno penalizzante: il Max Drawdown dell'Euro Bond (–21%) è stato meno severo di quello del Green Bond, e lo Sharpe Ratio ha mostrato valori più stabili nel tempo. La maggiore diversificazione delle scadenze e la flessibilità nella selezione spiegano quindi i risultati relativamente migliori osservati in termini di resilienza.

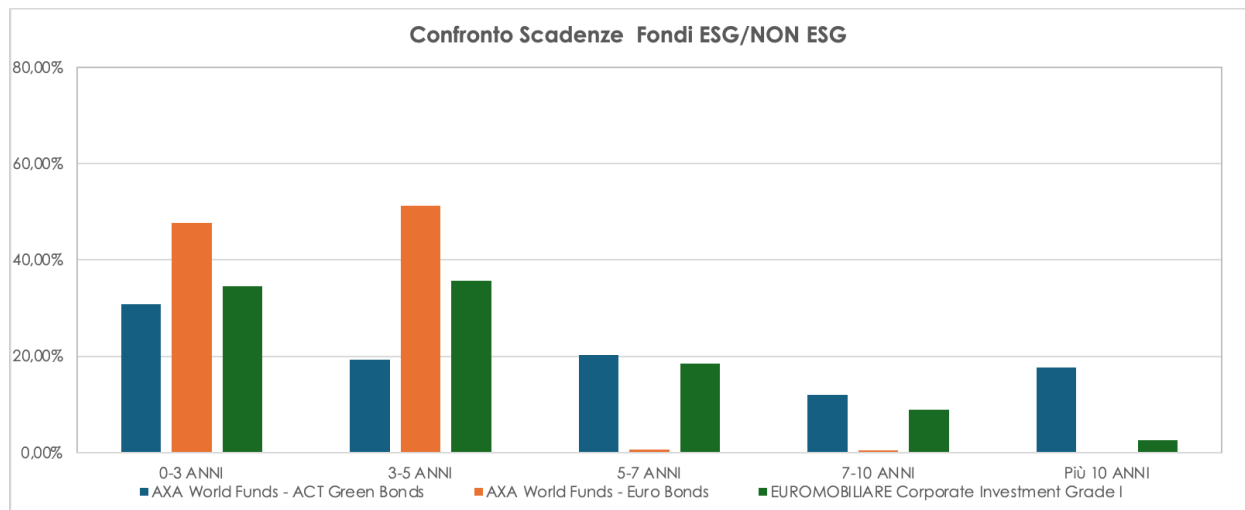
Il terzo fondo, **Euromobiliare Corporate IG**, rappresenta l'alternativa non ESG del confronto e si distingue per una filosofia orientata al rendimento più che alla coerenza tematica. I dati sui pesi interni mostrano una struttura fortemente concentrata sulla fascia breve: circa il 70% delle posizioni si colloca entro i tre anni, il 16% tra i 5 e i 7 anni, l'8,5% tra i 7 e i 10 anni e appena il 5% oltre i dieci anni.



Questa concentrazione sulla parte bassa della curva riflette una logica prudenziale ma, al tempo stesso, meno vincolata da considerazioni ESG.

Dal punto di vista del rating, Euromobiliare mostra una netta prevalenza di titoli investment grade, con una quota di strumenti non classificati più contenuta rispetto ai fondi AXA. L'assenza di vincoli ESG consente di selezionare emittenti con maggiore libertà, il che si traduce in un profilo più stabile: lo Sharpe Ratio del fondo, pur meno brillante nei momenti di espansione, ha mostrato maggiore continuità; il Max Drawdown (–14.10%) è stato il più contenuto tra i tre; la volatilità giornaliera si è mantenuta su livelli inferiori rispetto ai due fondi ESG.

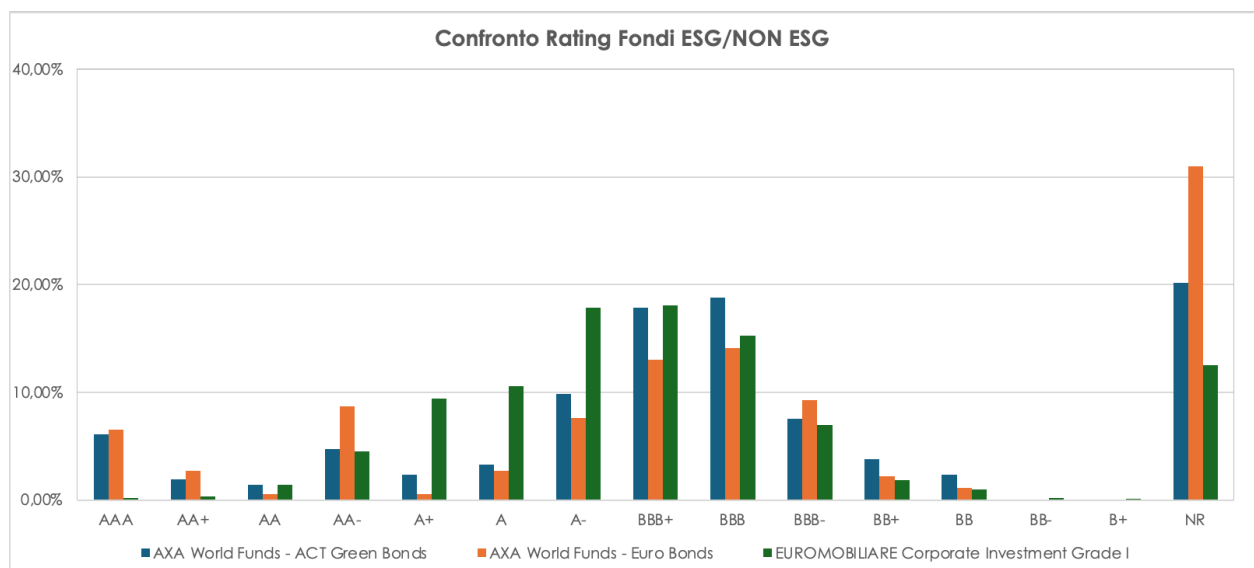
Il confronto tra i tre portafogli mette in luce il legame diretto tra composizione interna e comportamento empirico.



L'**AXA WF ACT Green Bond**, con una distribuzione relativamente equilibrata delle scadenze ma un universo ristretto di titoli, ha sofferto di più nei momenti di crisi. L'**AXA WF Euro Bond**, più flessibile e diversificato, ha mostrato una maggiore capacità di contenimento delle perdite. L'**Euromobiliare**, infine, ha beneficiato della libertà di non dover rispettare criteri ESG stringenti, riuscendo a costruire un portafoglio più difensivo nelle fasi di stress, ma meno performante nelle fasi di rimbalzo.

In altri termini, le differenze di rischio e rendimento osservate nel 3.7 non sono il frutto del caso, ma derivano da scelte allocative precise: maggiore rigidità ESG significa minore diversificazione e drawdown più profondi; maggiore flessibilità tradizionale significa profilo più stabile ma meno legato alla sostenibilità.

All'interno dei tre portafogli in analisi, la quota di obbligazioni prive di rating formale (d'ora in avanti, NR) non è residuale e, proprio per questo, merita una valutazione specifica perché condiziona sia la lettura del profilo di rischio-credito, sia la confrontabilità tra fondi.



I dati di composizione per classi di merito creditizio indicano infatti che le NR pesano per 30,98% nell'AXA WF Euro Bonds, per 20,19% nell'AXA WF ACT Green Bonds e per 12,49% nell'Euromobiliare Corporate Investment Grade I. Il differenziale tra il fondo con la maggiore incidenza di NR e quello con la minore è, dunque, ampio (18,49 punti percentuali), e ciò rende necessario integrare l'analisi dei rating con considerazioni metodologiche e operative che evitino conclusioni fuorvianti.

Il primo punto riguarda la **comparabilità del profilo di credito**. Se si guarda soltanto alle porzioni “rated”, tutti e tre i portafogli presentano una netta prevalenza di investment grade (da AAA a BBB-). Sulla base dei medesimi dati, l'AXA WF Euro Bonds alloca il 65,76% del portafoglio complessivo in classi IG e il 3,26% in high yield, con il restante 30,98% in NR; se il confronto si restringe ai soli titoli con rating esterno, la quota IG sale al 95,28% e l'HY scende al 4,72%. L'AXA WF ACT Green Bonds presenta 73,71% IG, 6,10% HY e 20,19% NR sul totale; tra i soli “rated”, l'IG è 92,35% e l'HY 7,65%. L'Euromobiliare Corporate Investment Grade I, infine, mostra 84,42% IG, 3,09% HY e 12,49% NR; restringendo ai titoli con giudizio esterno, la componente IG raggiunge 96,46%, con HY al 3,54%. Questi rapporti evidenziano come le tre strategie, sulle porzioni oggettivamente classificate, convergano su un universo prevalentemente investment grade; tuttavia, la massa di strumenti NR è tale da poter alterare la percezione del rischio se non trattata con un criterio coerente e trasparente nelle comparazioni.

Il secondo punto riguarda la **sensibilità delle metriche di rischio-rendimento alle scelte di classificazione delle NR**. In assenza di un giudizio esterno, il trattamento operativo di tali posizioni varia: alcuni gestori ricorrono a sistemi interni di credit scoring, altri adottano proxy conservative, altri ancora mantengono la voce “non rated” senza assegnare classi di merito. I nostri dati non consentono – né qui effettuiamo – alcuna attribuzione “esogena”; ma è evidente che, a parità di composizione “rated”, un portafoglio con 30,98% di NR è più esposto all'incertezza di misurazione rispetto a uno con 12,49% di NR. Tale incertezza non equivale automaticamente a rischio maggiore o minore: segnala, piuttosto, che le metriche sintetiche come “rating medio”, “quota IG/HY” e perfino alcuni indicatori di rischio di credito possono risultare non pienamente confrontabili se non si specifica come sono state trattate le componenti prive di rating.

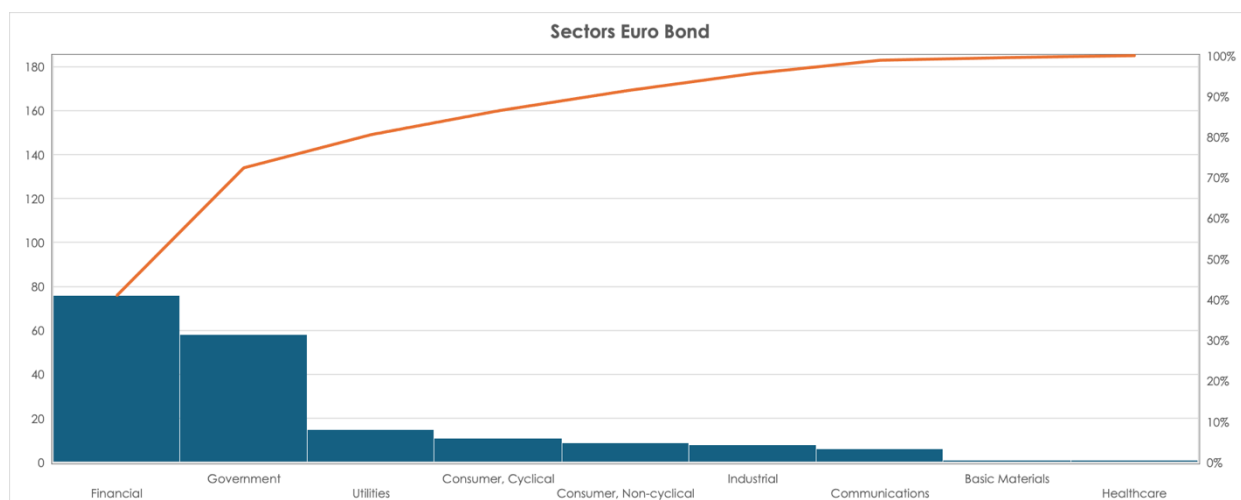
Il terzo elemento è di **ordine interpretativo**. Le NR possono includere strumenti per i quali l'emittente non ha richiesto una valutazione, emissioni di minore dimensione o con storicità limitata, oppure titoli per i quali i provider considerano non disponibile un rating “solicited”. Il dataset a disposizione non scende nel dettaglio di tali sottocategorie e, coerentemente con il perimetro dei dati, non possiamo inferire alcuna composizione interna delle NR. Possiamo

tuttavia constatare che la diversa incidenza percentuale di NR tra i tre fondi rappresenta una determinante concreta della qualità informativa dei rating medi e, in prospettiva, della robustezza di eventuali ranking comparativi basati esclusivamente sui giudizi esterni. Ne discende una implicazione operativa chiara per l'analisi: quando si valuta il "merito di credito medio" o si costruiscono confronti tra fondi, occorre presentare due fotografie parallele. La prima, "as reported", che include le NR come categoria autonoma, così come emergono dai fogli di calcolo; la seconda, "within-rated", che ricalcola le quote IG/HY sul solo sottoinsieme dei titoli dotati di rating esterno. Quest'ultima è utile per cogliere la vera inclinazione creditizia della parte del portafoglio che possiede un giudizio formale; la prima resta indispensabile per una lettura integrale del rischio, perché riflette l'effettiva ampiezza dell'area non classificata. Nel nostro caso, questa doppia lettura mostra che l'Euromobiliare, pur avendo la minore incidenza di NR (12,49%), mantiene un profilo rated molto conservativo; che l'AXA WF ACT Green Bonds presenta una quota NR intermedia (20,19%) con una parte rated equilibrata; e che l'AXA WF Euro Bonds, con 30,98% di NR, richiede più cautela nella comparazione diretta delle metriche aggregate con i pari. Un'ulteriore implicazione riguarda la documentazione metodologica. Per garantire la piena replicabilità dell'analisi, è opportuno esplicitare, accanto alle tabelle di composizione oggi disponibili nel file Excel, la policy di trattamento delle NR adottata ai soli fini analitici della tesi. Nel nostro caso, la policy implicita è già rispettosa dei dati: non effettuiamo riallocazioni né attribuzioni di merito; distinguiamo la vista "as reported" dalla vista "within-rated"; segnaliamo sempre il peso delle NR in percentuale sul totale. Questa scelta metodologica, aderente al dataset, consente di mantenere rigore e trasparenza senza introdurre ipotesi non supportate.

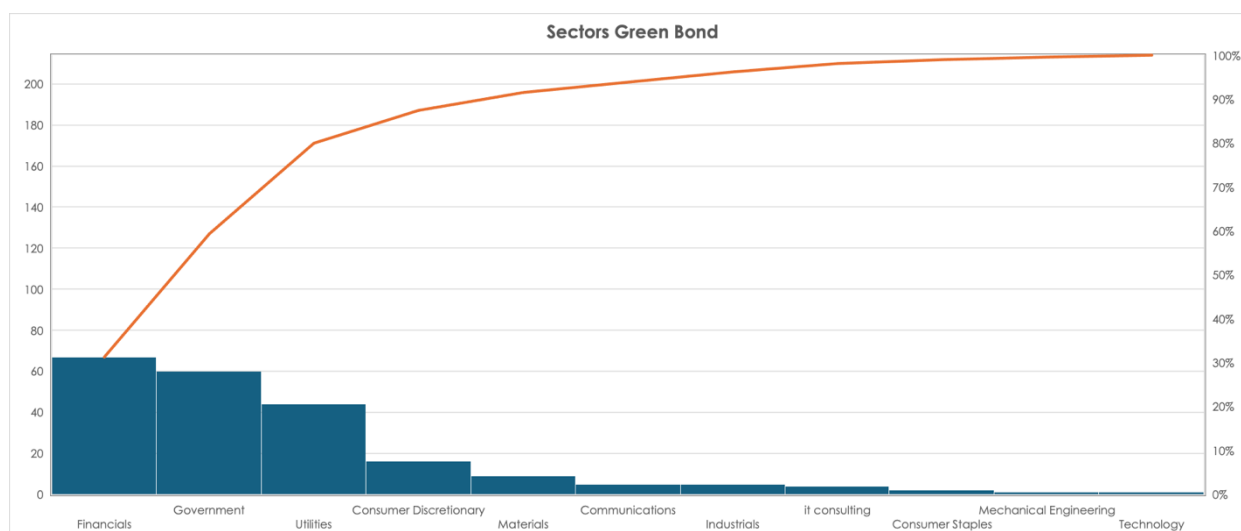
Infine, dal punto di vista della narrazione dei risultati, la presenza di NR deve essere esplicitata come driver informativo e non come mera anomalia. In concreto, le conclusioni sull'affidabilità comparativa dei rating medi devono essere accompagnate da una clausola interpretativa semplice e fondata sui numeri: "la significatività del confronto dipende anche dalla diversa incidenza di posizioni non rated, pari a 30,98% / 20,19% / 12,49% nei tre fondi considerati; il confronto tra soli titoli rated restituisce profili IG, rispettivamente, del 95,28%, 92,35% e 96,46%." In questo modo, l'analisi rispetta integralmente i dati disponibili, chiarisce i limiti informativi e, al contempo, valorizza ciò che i numeri consentono di affermare con sicurezza.

In sintesi, le Obbligazioni Non Rated non impediscono il confronto tra fondi, ma ne condizionano le regole. Con i dati a disposizione, la soluzione più corretta è tenere insieme le due prospettive – totale portafoglio e sola porzione rated – senza introdurre riclassificazioni arbitrarie. È un approccio prudente, perfettamente coerente con il materiale ufficiale, che tutela la

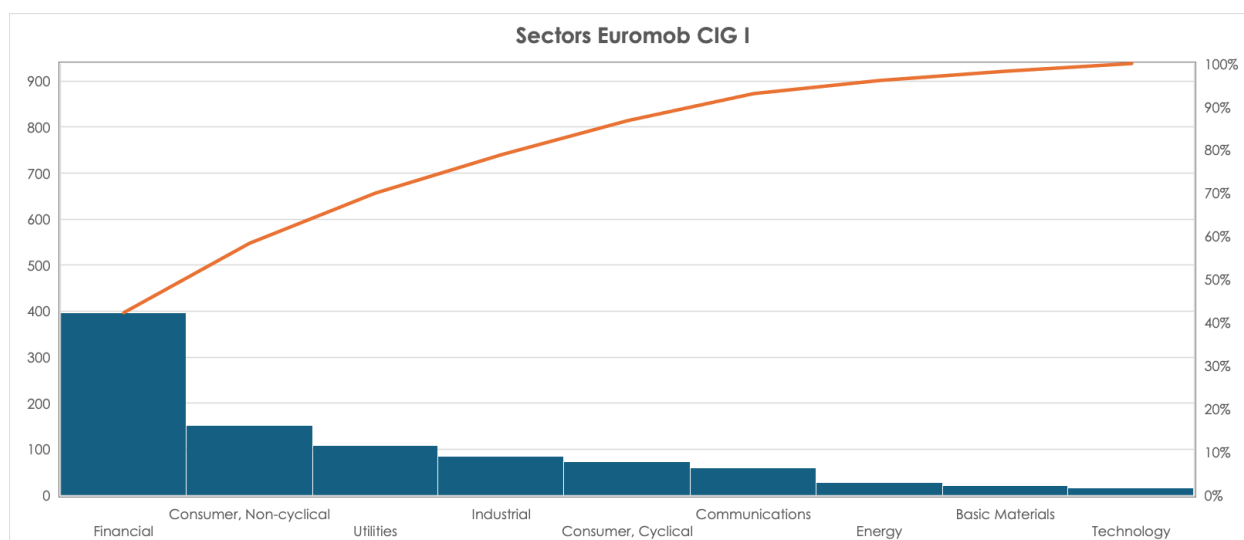
solidità delle conclusioni e rende l'analisi comparativa dei rating trasparente, replicabile e scientificamente fondata. A conferma del ruolo che l'allocazione settoriale ha avuto nell'evoluzione dei risultati 2020–2025, il confronto “pesi–risultati” dei tre portafogli racconta una storia coerente.



AXA WF Euro Bonds presenta una struttura fortemente concentrata su Financial e Government: i due comparti da soli sommano circa il 72,43% del portafoglio (Financial 41,08%; Government 31,35%), seguiti a distanza da Utilities (8,11%), Consumer Cyclical (5,95%) e Consumer Non-cyclical (4,86%).



AXA WF ACT Green Bonds mantiene un profilo più bilanciato ma ancora ancorato a tre pilastri principali: Financials 31,31%, Government 28,04% e Utilities 20,56%, con code in Consumer Discretionary (7,48%) e Materials (4,21%), mentre gli altri settori sono marginali.



Diverso l'impianto di **Euromobiliare Corporate Investment Grade I**, che non include titoli governativi e distribuisce il rischio su un ventaglio corporate ampio: Financial 42,32%, Consumer Non-cyclical 16,10%, Utilities 11,51%, Industrials 9,06%, Consumer Cyclical 7,78%, Communications 6,29%, Energy 2,99%, Basic Materials 2,24% e Technology 1,71%. Anche la numerosità dei titoli rafforza questa lettura: la copertura settoriale si appoggia su 214 posizioni per AXA Green, 185 per AXA Euro e ben 938 per Euromobiliare, un ordine di grandezza che, di per sé, offre un buffer naturale contro shock idiosincratici.

Per misurare la "forma" dell'allocazione ho calcolato un indice di concentrazione settoriale semplice (somma dei quadrati dei pesi). Ne risulta che AXA Euro è il portafoglio più concentrato (0,283), AXA Green il più diffuso (0,228) ed Euromobiliare si colloca in mezzo (0,238). Tradotto in termini più intuitivi, l'"effective number of sectors" – l'inverso della concentrazione – è pari a circa 3,5 per AXA Euro, 4,4 per AXA Green e 4,2 per Euromobiliare: un'indicazione sintetica del fatto che il primo fondo vive di due grandi fattori settoriali (Financial e Government), mentre gli altri due, pur con pesi dominanti, distribuiscono il rischio su un perimetro più ampio, soprattutto nel caso di Euromobiliare che, essendo privo di governativi, compensa con una trama corporate più ricca.

Passando dall'allocazione all'andamento osservato nei risultati, le serie storiche di prezzo incluse nel file consentono di ricavare indicatori omogenei sull'intero periodo. Il fondo AXA WF ACT Green Bonds evidenzia un rendimento medio annuo pari a circa -1,68%, una volatilità annua intorno al 5,18% e un massimo drawdown nell'ordine del -24,36%. AXA WF Euro Sustainable Bonds presenta un profilo simile, con rendimento medio annuo di circa -1,29%, volatilità 5,64% e drawdown massimo -21,02%. Euromobiliare, a parità di metodo di calcolo, risulta il più resiliente: rendimento medio annuo positivo intorno a +0,45%, volatilità 3,85% e drawdown

massimo -14,10%. È esattamente qui che l'“andamento dei settori più pesati” si riflette in modo tangibile: **i due fondi ESG**, accomunati da una quota sostanziale in Government – 31,35% per AXA Euro e 28,04% per AXA Green – hanno sofferto maggiormente gli scostamenti negativi di prezzo tipici dei portafogli a più alto duration beta e più bassa redditività cedolare, mentre il fondo corporate puro, privo di governativi, ha mostrato una traiettoria più regolare, con oscillazioni contenute e un profilo rendimento/rischio migliore.

Se si guarda dentro i comparti “trainanti” di ciascun portafoglio, emergono ulteriori coerenze. Nei due fondi AXA, il trittico Financial–Government–Utilities spiega, da solo, oltre l'80% della varianza allocativa di periodo. In AXA Euro, Financial (41,08%) e Government (31,35%) costituiscono un binomio che impone una forte direzionalità ai risultati: il primo comparto, pur beneficiando di curve più ripide e di spread mediamente compensativi, resta esposto al ciclo del credito; il secondo, per sua natura, trasferisce in portafoglio la sensibilità ai movimenti dei rendimenti “risk-free” e alle aspettative macro. In AXA Green Bond, la maggiore presenza di Utilities (20,56%) attenua solo in parte questo effetto, dato che il fondo resta comunque “governativo-centrico” per quasi un terzo. In Euromobiliare, invece, la prevalenza dei Financial (42,32%) è accompagnata da una significativa presenza di Consumer Non-cyclical (16,10%), Utilities (11,51%) e Industrials (9,06%): una combinazione che, nel periodo osservato, ha consentito di ammortizzare gli shock tassi, distribuendo il rischio di credito su settori con differenti elasticità al ciclo e, soprattutto, senza il vincolo della componente Government.

Questa lettura è confermata da due ulteriori evidenze interne al dataset. La prima riguarda la somma delle prime due esposizioni per ogni fondo: AXA Euro Bond concentra oltre il 72% tra Financial e Government, AXA Green Bond circa il 59% tra Financial e Government, Euromobiliare il 58% tra Financial e Consumer Non-cyclical. La seconda è la correlazione implicita tra “peso Government” e profondità del drawdown massimo: il fondo con maggiore incidenza di titoli governativi è anche quello che, pur con volatilità comparabile al pari, ha sperimentato una correzione di picco più ampia, mentre il fondo privo di governativi ha contenuto la perdita massima a circa -14%. Non si tratta, beninteso, di attribuire causalità meccaniche ai settori, ma di constatare che laddove la struttura per comparti è stata maggiormente polarizzata su Government e su pochi motori, la dinamica dei prezzi nel nostro periodo ha riflesso tale polarizzazione con maggiore fragilità nelle fasi avverse.

Un'osservazione metodologica rafforza il punto. Il file consente di misurare, in modo coerente e senza ipotesi aggiuntive, sia l'asset mix settoriale sia la traiettoria di prezzo giornaliera di ciascun fondo. Incrociando i due piani, non è necessario “stimare” l'andamento dei settori al di fuori dei dati disponibili: basta verificare come i portafogli più esposti al cluster Government–

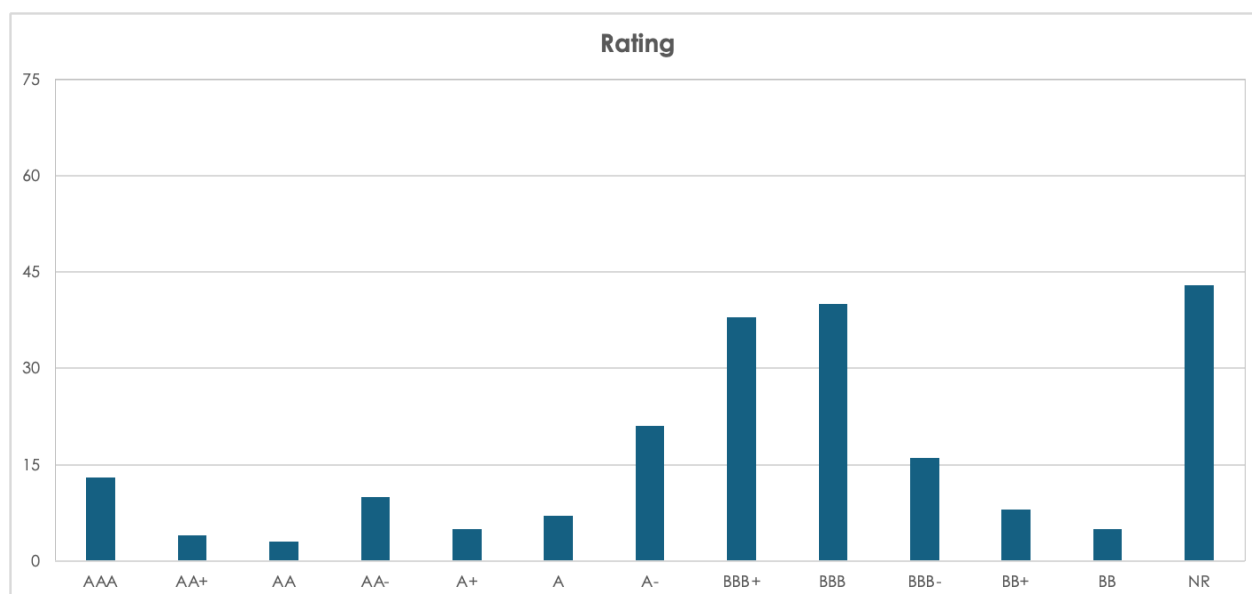
Financials abbiano effettivamente registrato rendimenti medi inferiori e drawdown più profondi rispetto al portafoglio corporate ampio e privo di governativi. L'assenza di esposizione a titoli di Stato in Euromobiliare non è, dunque, un dettaglio: è un fattore strutturale che ha lasciato un'impronta misurabile nelle metriche di periodo, insieme alla maggiore numerosità di linee e alla diversificazione tra Consumer Non-cyclical, Utilities e Industrials.

Nel complesso, l'“andamento dei settori più pesati” nei portafogli si è tradotto in tre profili distinti e coerenti con i numeri del file: un fondo corporate, ampio e articolato, che ha conseguito un risultato positivo con volatilità inferiore e perdita massima più contenuta; un fondo ESG articolo 8 concentrato su due blocchi dominanti, più sensibile agli shock tassi e quindi con rendimento negativo e drawdown rilevante; un fondo ESG articolo 9, più bilanciato ma ancora dipendente dalla componente governativa, che ha sofferto la fase sfavorevole con l'arretramento più marcato. È, in definitiva, la sezione “settori + pesi effettivi” a spiegare buona parte delle differenze osservate: non perché i settori raccontino tutto, ma perché – in assenza di ribilanciamenti aggressivi e con vincoli ESG stringenti – i pesi iniziali e persistenti incidono direttamente sull'inerzia dei risultati.

3.10. Confronto tra pesi dei fondi

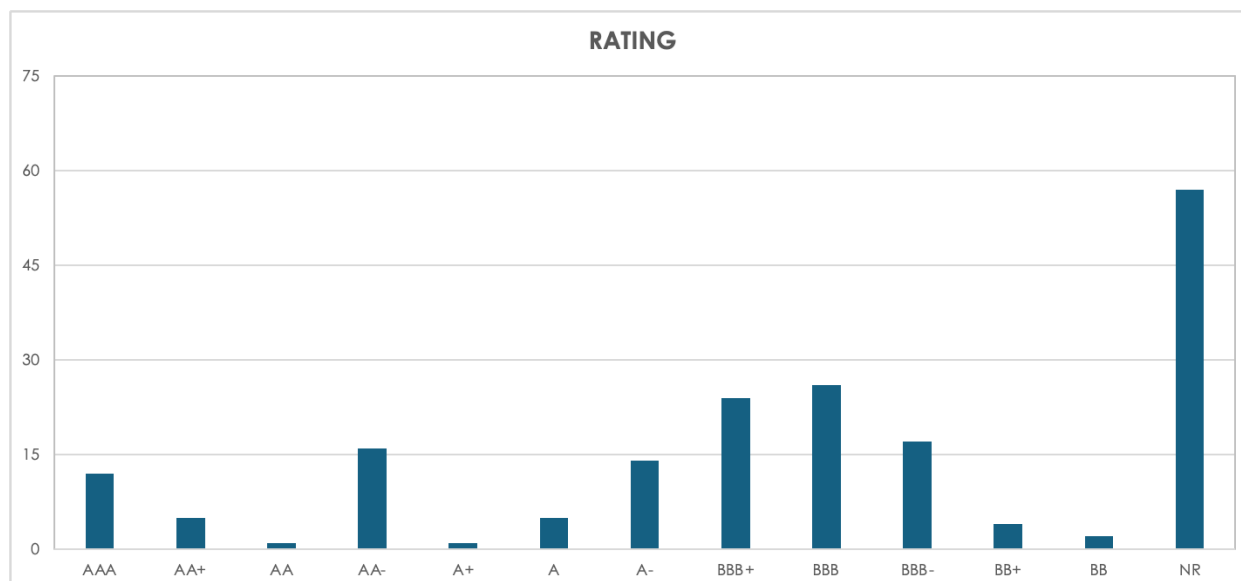
Dopo aver analizzato singolarmente la struttura dei portafogli e la loro evoluzione in termini di rischio e rendimento, è ora possibile passare a un confronto sistematico delle allocazioni interne dei tre fondi. Questo passaggio è cruciale, perché consente di collegare in modo diretto la logica di costruzione dei portafogli con le performance osservate negli anni 2020–2025. Non si tratta più soltanto di osservare se un fondo ha avuto rendimenti migliori o drawdown più contenuti, ma di capire perché: quali scelte settoriali, quali distribuzioni per scadenze e quali preferenze di merito creditizio hanno plasmato questi risultati. Partendo dall'analisi della struttura per maturità, emergono differenze nette. Il Green Bond presenta una distribuzione relativamente equilibrata, con il 30,85% entro i tre anni, il 19,36% tra 3 e 5 anni e il 20,23% tra 5 e 7 anni. Oltre queste durate, il 11,97% è collocato tra i 7 e i 10 anni e il 17,61% oltre la decade. Si tratta quindi di un portafoglio che mantiene una certa esposizione al lungo termine, pur rimanendo più concentrato nella parte medio-breve della curva. Questa impostazione riduce l'impatto immediato dei rialzi dei tassi, ma espone comunque a un certo rischio di duration, come si è visto nella fase di stretta monetaria 2022–2023, quando il Green Bond ha registrato drawdown profondi. Diversa la filosofia dell'Euro Bond, che concentra quasi l'intero portafoglio sulle scadenze più ravvicinate: il 47,63% è investito entro i tre anni e il 51,21% tra 3 e 5 anni. Le altre

fasce sono marginali: appena lo 0,59% tra 5 e 7 anni, lo 0,54% tra 7 e 10 anni e nessuna esposizione oltre i dieci anni. Una strategia di questo tipo, pur proteggendo dal rischio di duration, ha comportato una maggiore necessità di rotazioni frequenti e una forte sensibilità agli spread creditizi di breve periodo. È un fondo che ha scelto deliberatamente di restare quasi interamente ancorato al breve termine, riducendo così la possibilità di beneficiare di rendimenti più elevati associati al lungo termine. Infine, l'Euromobiliare Corporate IG si colloca in una posizione intermedia: il 34,61% del portafoglio è entro i tre anni, il 35,61% nella fascia 3–5 anni e il 18,42% tra 5 e 7 anni. Seguono l'8,96% tra 7 e 10 anni e un 2,57% oltre i dieci anni. A differenza dell'Euro Bond, questo fondo mantiene quindi una coda significativa anche oltre i cinque anni, pur con una netta prevalenza del medio termine. L'impatto di questa distribuzione si è tradotto in una maggiore resilienza: la presenza di scadenze più lunghe, ma senza l'onere dei titoli governativi ESG, ha permesso al fondo di assorbire meglio i rialzi dei tassi, contenendo il drawdown massimo al -14,10%. Il secondo livello di confronto riguarda la qualità creditizia dei titoli. Qui la differenza più vistosa è la presenza di obbligazioni Non Rated (NR), già approfondita nel paragrafo 3.9 ma che merita di essere ricordata perché incide direttamente sulla confrontabilità. Il peso delle NR è pari al 30,98% nell'Euro Bond, al 20,19% nel Green Bond e al 12,49% nell'Euromobiliare. Questo elemento da solo basterebbe a spiegare perché le metriche aggregate di credito possano restituire immagini diverse: a parità di rating “ufficiali”, i tre portafogli convergono tutti su una prevalenza di investment grade, ma la diversa quota di NR introduce un margine di incertezza interpretativa.

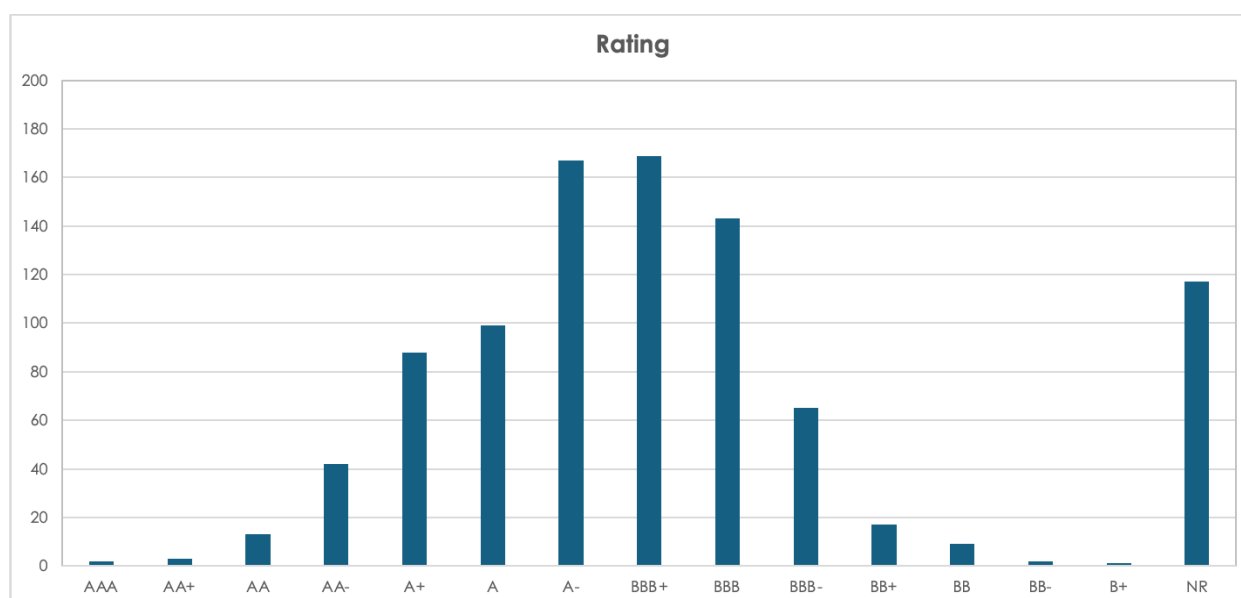


Guardando nel dettaglio, il **Green Bond** si distribuisce tra 6,10% AAA, 4,69% AA–, 9,86% A–, 17,84% BBB+, 18,78% BBB e 7,51% BBB–. Le componenti high yield (BB+ e BB) pesano

complessivamente 6,11%, mentre le Non Rated raggiungono 20,19%. Ne deriva un portafoglio ESG con una solida base investment grade ma con un quinto del patrimonio in titoli senza rating esterno, fattore che ne aumenta l'incertezza percepita.

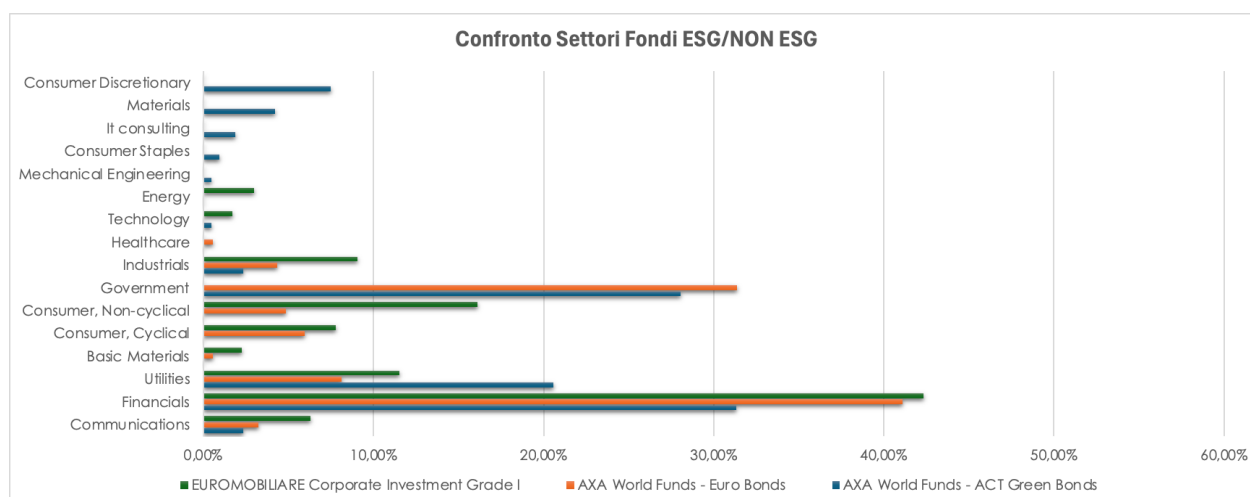


L'**Euro Bond** mostra una composizione simile, ma con ancora più NR: 6,52% AAA, 8,70% AA-, 7,61% A-, 13,04% BBB+, 14,13% BBB, 9,24% BBB-, solo 3,26% di HY e ben 30,98% di NR. In sostanza, un terzo del portafoglio resta fuori dalle metriche ufficiali, condizionando qualsiasi tentativo di confronto lineare.



Più netta la posizione dell'**Euromobiliare**, che ha appena 0,21% AAA, ma 17,82% A-, 18,04% BBB+, 15,26% BBB e 6,94% BBB-. La componente HY è limitata al 2,89% e le Non Rated al 12,49%. Qui la fotografia è quella di un portafoglio che privilegia titoli corporate solidi, con

un'esposizione a investment grade superiore al 96% se si considerano solo i titoli con giudizio esterno.



L'analisi per settori completa il quadro: **L'AXA WF ACT Green Bond** concentra il 31,31% in Financials, il 28,04% in Government e il 20,56% in Utilities. Seguono il 7,48% in Consumer Discretionary e il 4,21% in Materials. Si tratta di un portafoglio che, pur bilanciato rispetto all'Euro Bond, resta comunque fortemente ancorato a tre pilastri, che insieme coprono l'80% dell'esposizione.

L'AXA WF Euro Bond è ancora più polarizzato: 41,08% in Financials e 31,35% in Government, per un totale di oltre il 72% allocato su due soli comparti. Utilities, Consumer Cyclical e Consumer Non-cyclical completano il quadro con pesi marginali (8,11%, 5,95%, 4,86% rispettivamente). Un portafoglio di fatto guidato da due grandi fattori, che inevitabilmente hanno imposto direzionalità ai risultati.

Completamente diverso il profilo del fondo **Euromobiliare Corporate Investment Grade I**, che non include titoli governativi e distribuisce il rischio in modo più ampio. I Financials pesano comunque molto (42,32%), ma sono seguiti da Consumer Non-cyclical 16,10%, Utilities 11,51%, Industrials 9,06%, Consumer Cyclical 7,78%, Communications 6,29%, Energy 2,99%, Basic Materials 2,24% e Technology 1,71%. Un mosaico settoriale che, unito a un numero molto maggiore di linee (oltre 900 contro meno di 200 nei fondi AXA), ha fornito al fondo un buffer naturale contro shock idiosincratici.

Il confronto diretto mette in luce una differenza di fondo: i due prodotti AXA, pur con caratteristiche diverse, restano vincolati da criteri ESG che li portano a concentrare gran parte dell'esposizione su governativi e settori "compatibili". L'Euro Bond, in particolare, risulta fortemente condizionato da un binomio Financial–Government che da solo determina oltre i due

terzi del portafoglio. Il Green Bond, più bilanciato, riesce a diversificare maggiormente ma resta comunque legato a un set di settori relativamente ristretto.

L'Euromobiliare, al contrario, non avendo vincoli ESG, ha potuto costruire un portafoglio molto più ampio, senza esposizione governativa e con una diversificazione settoriale maggiore. Questa libertà allocativa si è tradotta in una maggiore stabilità complessiva: nonostante la volatilità dei mercati obbligazionari, il fondo ha mostrato il drawdown più contenuto e un rendimento medio positivo (+0,45% annuo).

I dati confermano quindi un legame diretto tra composizione e risultati. I due fondi ESG hanno sofferto maggiormente nelle fasi di rialzo dei tassi proprio per la loro esposizione ai governativi e per la minore diversificazione. L'Euro Bond, concentrato su due settori, ha mostrato code statistiche molto più pesanti (kurtosis 8,38), mentre il Green Bond, pur con un profilo più diffuso, ha patito di più sul piano dei drawdown. L'Euromobiliare, invece, grazie alla diversificazione settoriale e alla minore incidenza di titoli NR, ha saputo contenere la volatilità e difendere meglio il portafoglio.

In altri termini, non sono state solo le condizioni di mercato a determinare le differenze di performance, ma il modo in cui i gestori hanno scelto di allocare i pesi. Le rigidità ESG hanno garantito coerenza tematica, ma al prezzo di drawdown più profondi; la libertà del fondo non ESG ha prodotto un profilo più resiliente, ma meno allineato ai criteri di sostenibilità.

3.11. Analisi complessiva e discussione dei risultati

Il percorso condotto finora consente di mettere a sistema i diversi livelli di osservazione e di trarre alcune conclusioni robuste sul comportamento dei tre fondi analizzati tra il 2020 e il 2025. La base dati di Bloomberg ha offerto la piattaforma di partenza, restituendo la fotografia quotidiana dei rendimenti e permettendo di misurare indicatori consolidati come Sharpe Ratio, Max Drawdown, volatilità, skewness e kurtosis. L'analisi delle performance storiche ha mostrato come i due fondi ESG di AXA – l'ACT Green Bond e l'Euro Bond – abbiano sofferto più dell'Euromobiliare Corporate Investment Grade I nelle fasi di turbolenza, registrando drawdown rispettivamente del -24,36% e -21,02%, contro il -14,10% del fondo non ESG. Anche la volatilità si è mantenuta più alta per i due fondi sostenibili, coerentemente con un grado di concentrazione maggiore e con vincoli allocativi più stringenti.

La lettura delle correlazioni ha confermato che i tre prodotti, pur muovendosi in universi teoricamente diversi, tendono a convergere nei momenti di shock sistemico. La pandemia del 2020 e la stretta monetaria del 2022 hanno cancellato ogni differenza, spingendo tutti i fondi

verso valori di Sharpe fortemente negativi. È nei periodi ordinari che emergono le distanze: in alcuni frangenti i fondi ESG hanno mostrato una capacità di recupero più rapida, come a giugno 2020 e a marzo 2023; in altri è stato il fondo tradizionale a difendersi meglio, come nell'agosto 2020. In termini medi, tuttavia, le correlazioni prossime a 0,7 hanno ridotto lo spazio per una diversificazione strutturale, segnalando che la distinzione ESG/non ESG non basta da sola a garantire un portafoglio decorrelato.

La scomposizione dei pesi ha reso evidente il legame tra composizione interna e risultati. L'AXA Green Bond, con scadenze distribuite ma una forte dipendenza da governativi e utilities, ha mostrato una maggiore vulnerabilità nei momenti di tensione sui tassi. L'Euro Bond, polarizzato su due settori dominanti (Financials e Government, oltre il 70% del totale), ha sofferto la concentrazione e ha esibito code statistiche più pesanti. L'Euromobiliare, al contrario, ha beneficiato della libertà di non dover includere titoli governativi e ha potuto distribuire il rischio su un ampio spettro corporate, con oltre 900 linee e un mix settoriale più ricco. Questo approccio ha garantito una maggiore stabilità, confermata dal rendimento medio annuo positivo (+0,45%) e dal drawdown massimo più contenuto.

Dal punto di vista del merito creditizio, tutti i fondi convergono su una netta prevalenza di investment grade, ma le differenze nell'incidenza delle posizioni non rated (30,98% Euro Bond, 20,19% Green Bond, 12,49% Euromobiliare) introducono un margine di incertezza che rende i confronti meno lineari. La policy di trattamento adottata in questa analisi, distinguendo tra viste "as reported" e "within-rated", ha consentito di restituire un quadro coerente e replicabile, senza introdurre riclassificazioni arbitrarie.

L'integrazione dei risultati con la letteratura conferma un punto ampiamente discusso negli studi empirici: i vincoli ESG possono rappresentare un fattore di protezione nel lungo periodo, riducendo l'esposizione a emittenti controversi e anticipando tendenze regolamentari o di mercato, ma nel breve-medio periodo implicano rigidità allocative che accentuano la vulnerabilità in fasi di crisi. Gli studi che hanno analizzato il trade-off tra sostenibilità e performance (si pensi a Friede, Busch e Bassen 2015; Krüger 2015) hanno spesso evidenziato come la coerenza tematica dei fondi ESG si accompagni a un rendimento aggiustato per il rischio non superiore, talvolta inferiore, a quello dei fondi tradizionali. I dati qui raccolti confermano questa intuizione: i fondi ESG non sono stati in grado di difendere meglio i portafogli nelle fasi più turbolente, ma hanno mostrato un profilo più coerente con i principi dichiarati e, in alcuni momenti, una capacità di recupero più rapida.

Dal punto di vista dell'investitore, la lezione è duplice. Da un lato, la combinazione ESG/non ESG non elimina il rischio sistemico: in caso di shock globale, i fondi tendono a muoversi in

parallelo, rendendo limitata la diversificazione. Dall'altro, la diversità di approcci gestionali e la maggiore dispersione settoriale del fondo tradizionale mostrano che l'integrazione dei criteri ESG non è neutrale: comporta scelte allocative che possono tradursi in maggiore volatilità e drawdown più profondi.

Questa discussione segna un punto di passaggio nell'analisi della tesi. Nei paragrafi successivi verranno approfonditi due elementi che arricchiscono ulteriormente il quadro. Da un lato, le evidenze dal mercato del credito, misurate attraverso gli indici **iTraxx**, consentiranno di collegare i comportamenti dei fondi a dinamiche sistemiche più ampie, verificando quanto gli spread abbiano inciso sulle performance ESG e non ESG. Dall'altro, la survey qualitativa offrirà una prospettiva interna sul gap culturale e operativo che ancora accompagna l'adozione di criteri ESG, mostrando come le pratiche di mercato si riflettano anche nelle percezioni degli operatori. Infine, il capitolo si chiuderà con l'analisi delle best practice e delle sfide future, che aiuteranno a collocare le evidenze emerse in un contesto più ampio, proiettando la riflessione oltre l'orizzonte temporale qui analizzato.

In sintesi, i risultati ottenuti confermano che la sostenibilità nei portafogli obbligazionari non è un fattore neutro: imprime coerenza e allinea il fondo a obiettivi di lungo periodo, ma al prezzo di rigidità allocative che incidono sulla volatilità e sulla profondità delle perdite. La questione non è quindi se i fondi ESG performino meglio o peggio, ma come e quando i vincoli ESG entrino in gioco, e quali implicazioni abbiano per chi deve bilanciare rendimento, rischio e responsabilità sociale.

3.12. Evidenza di coerenza/incoerenza tra teorie e dati reali

Dopo aver confrontato le principali evidenze empiriche dei tre fondi selezionati, diventa cruciale domandarsi in che misura i dati osservati si allineino o si discostino dalle ipotesi teoriche. Questo passaggio non ha solo un valore esplicativo: rappresenta anche un test di robustezza dell'intero impianto analitico. In altre parole, possiamo chiederci se – e quanto – i risultati ottenuti nei fondi AXA (articoli 8 e 9) e in quello non ESG di Euromobiliare confermino quanto sostenuto, ad esempio, da Friede et al. (2015) sul potenziale effetto positivo dell'ESG, o da Krüger (2015) e Revelli e Viviani (2015) su volatilità e rischi sistemici.

Partiamo dalla premessa più ricorrente nella letteratura: l'integrazione ESG come strumento di riduzione del rischio reputazionale e regolamentare. Lo studio di Krüger (2015) aveva sottolineato il ruolo asimmetrico degli eventi negativi ESG nel colpire la performance dei titoli. In tale ottica, ci si aspetterebbe che i fondi che adottano criteri ESG rigidi siano in grado di

evitare aziende soggette a controversie o vulnerabili a pressioni normative. A questo proposito, i dati del fondo AXA WF ACT Green Bonds offrono una conferma interessante. Nei suoi report ESG più recenti (AXA IM, 2023; 2024), il fondo dichiara che il 100% degli emittenti in portafoglio è sottoposto a un processo di due diligence ESG e che, nel solo 2024, nessun titolo selezionato è risultato coinvolto in incidenti o controversie gravi nelle aree ambientale o sociale. Questo dato sembra allinearsi perfettamente con le raccomandazioni teoriche: una gestione attenta al rischio extra-finanziario tende a preservare la stabilità complessiva del portafoglio.

Allo stesso tempo, tuttavia, vi è un elemento che induce a una riflessione più sfumata. Il fondo AXA Green Bonds, pur avendo mostrato una ripresa significativa nel 2024 (+12,30%), aveva registrato due anni consecutivi di perdite rilevanti: -6,98% nel 2021 e -13,40% nel 2022. Si potrebbe allora domandare: perché una strategia ESG così strutturata non ha impedito una tale flessione? La risposta, come suggerito da alcuni passaggi della survey qualitativa, risiede nella natura intrinsecamente ciclica del segmento obbligazionario green. Uno degli asset manager intervistati osservava: “Se investi in obbligazioni verdi sovrane, sei legato alla politica fiscale e alla curva dei tassi. L’ESG non ti protegge da tutto” (SURVEY, intervista n. 5). Questo ci riporta a un punto fondamentale: l’ESG mitiga alcuni rischi, ma non neutralizza quelli sistemici legati, ad esempio, alla duration o alla sensibilità ai tassi d’interesse. In tal senso, la teoria di Krüger trova conferma solo parziale: l’ESG riduce il rischio reputazionale, ma non cancella la ciclicità macroeconomica.

Un altro aspetto interessante è l’evidenza empirica emersa sul fondo AXA WF Euro Bonds, che ha dimostrato una maggiore regolarità di rendimento (es. +3,15% nel 2023, +4,22% nel 2024) e una volatilità contenuta. Questi dati si avvicinano molto a quanto osservato nella metanalisi di Friede et al. (2015), che indicava come le strategie ESG integrate – e non basate su esclusione passiva – tendano a ottenere performance migliori e più stabili. In effetti, il fondo Euro Bonds non si limita a eliminare i titoli con basso punteggio ESG, ma adotta una strategia che combina engagement attivo, valutazione multidimensionale dei rischi e allineamento agli SDG. Anche il livello di copertura ESG, pari al 99,7%, conferma l’intenzione di mantenere un portafoglio coerente con le policy dichiarate (AXA IM, 2024).

In questo caso, la teoria trova una conferma robusta nella pratica: l’adozione consapevole dei criteri ESG ha contribuito a una maggiore tenuta nelle fasi difficili del mercato e a una traiettoria di crescita progressiva. L’aspetto più rilevante non è tanto la sovraperformance assoluta, quanto la capacità di mantenere una coerenza interna tra strategia, selezione dei titoli e risultati finali. Si tratta di un’aderenza che la letteratura identifica come segnale distintivo dei fondi sostenibili più efficaci (Capelle-Blancard e Petit, 2019).

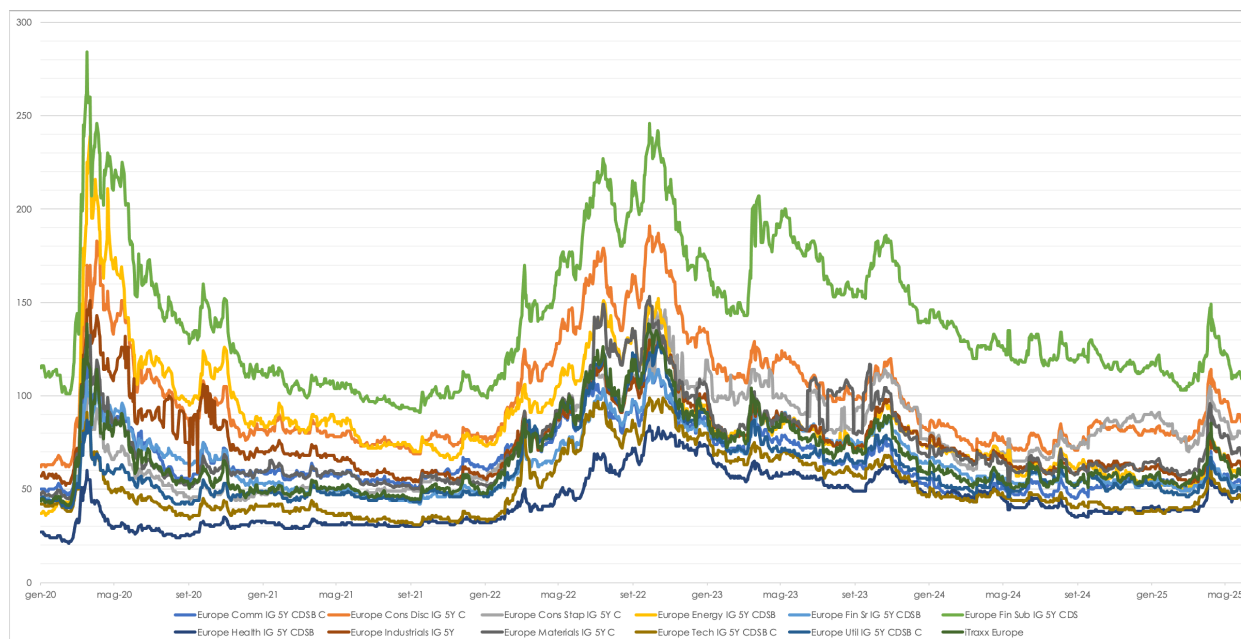
Sul versante opposto, il fondo Euromobiliare Corporate Investment Grade I offre invece una conferma indiretta delle critiche rivolte nella letteratura ai fondi non ESG. In particolare, Revelli e Viviani (2015) segnalavano come l'assenza di metriche ambientali e sociali si traducesse, talvolta, in una maggiore esposizione al rischio e in una performance meno resiliente nei momenti di crisi. Questo sembra confermato dal comportamento del fondo Euromobiliare nel biennio 2022–2023, durante il quale il prodotto ha mostrato una volatilità accentuata e non ha fornito alcuna evidenza di attività di engagement, monitoraggio ESG o misurazione di impatti (Euromobiliare, 2023, Factsheet; KID 2024). La performance annuale si è mantenuta in linea con quella dei fondi AXA in alcuni frangenti, ma a costo di una minore trasparenza e tracciabilità. La totale assenza di riferimenti a carbon intensity, SDG o rating ESG impedisce di costruire una narrazione coerente sul profilo di sostenibilità del fondo.

È interessante notare, inoltre, che i fondi AXA – pur operando in contesti regolamentati più complessi – hanno saputo dotarsi di strumenti più sofisticati per affrontare la complessità. La presenza di filtri ex ante, la selezione tramite score ESG compositi, l'allineamento alla Science-Based Targets Initiative (SBTi) e il reporting dettagliato sugli impatti ambientali rappresentano un vantaggio competitivo che va oltre il rendimento immediato. In questo senso, le evidenze raccolte sembrano rafforzare la tesi di Lins et al. (2017), secondo cui l'ESG crea capitale fiduciario utile nei contesti di turbolenza.

Alcune riflessioni finali emergono anche dal confronto con le voci interne alla gestione. La Survey evidenzia come all'interno del team AXA ci sia una consapevolezza molto concreta del valore dell'ESG, ma anche della sua complessità applicativa. In una delle testimonianze più emblematiche, si legge: *“L'ESG non è un'etichetta che ti garantisce la performance. È un sistema per decidere meglio, anche quando i numeri non ti aiutano”* (SURVEY, intervista n. 9). Questo approccio conferma che la coerenza tra teoria e realtà non si gioca solo sui risultati, ma anche sull'attitudine metodologica e sulla qualità del processo decisionale.

3.13. Evidenze dal mercato del credito (iTraxx 2020–2025) e impatti settoriali sui tre fondi

Per capire perché i tre fondi si sono mossi come si sono mossi, conviene spostare l'attenzione dal portafoglio al “clima” del credito nei medesimi anni. In altre parole: come si è trasformata, giorno dopo giorno, la richiesta di premio per il rischio sul corporate europeo tra l'inizio del 2020 e l'inizio dell'estate 2025? Gli indici iTraxx offrono una risposta semplice e trasparente, perché condensano in punti base il costo dell'assicurazione contro il default: quando salgono, la percezione di rischio si allarga; quando scendono, si comprime.



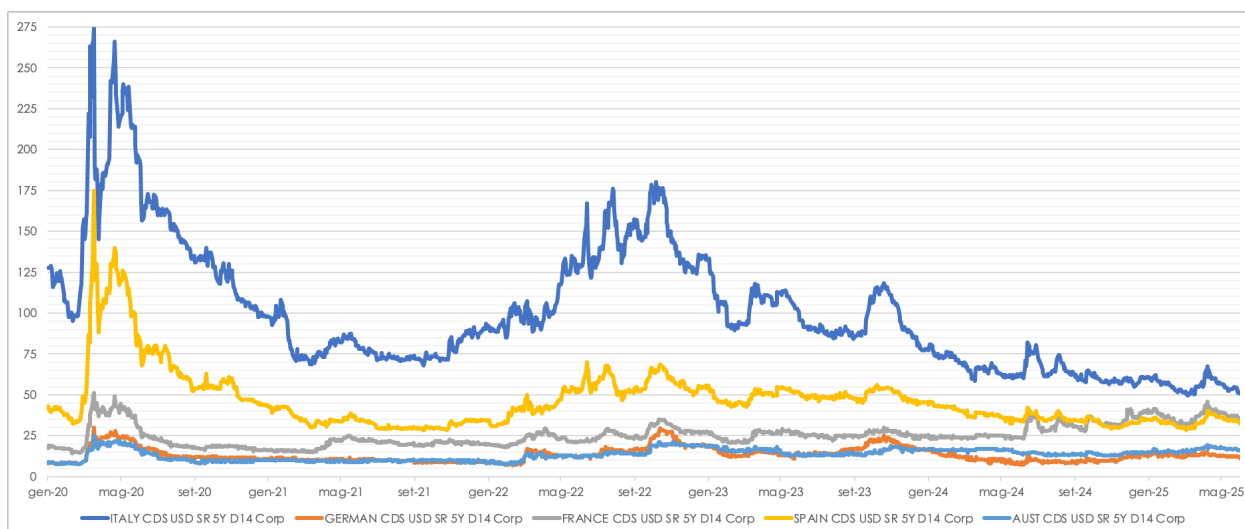
Se guardiamo alla traiettoria dell'iTraxx Europe (IG 5Y) dal 1° gennaio 2020 al 2 giugno 2025, troviamo una media di 67,33 pb e una mediana di 58,80 pb: numeri che, di per sé, dicono che nella maggior parte dei giorni lo “stato normale” del mercato è stato inferiore ai 60 pb. Ma questi medesimi dati riportano due creste quasi speculari: la prima nel pieno dello shock pandemico, con un massimo a 138,55 pb il 18 marzo 2020 dopo un minimo pre-shock a 41,28 pb il 17 febbraio; la seconda alla fine di settembre 2022, quando l'indice torna a lambire i livelli Covid, toccando 138,48 pb il 27 settembre. In mezzo, l'onda più corta di marzo 2023 – 104,15 pb il 15 marzo – legata alle tensioni bancarie. La fotografia di inizio periodo (43,69 pb il 2 gennaio 2020) non coincide con quella di fine finestra (57,77 pb il 2 giugno 2025): la differenza, +14,09 pb, racconta un mercato che ha chiuso con un livello di rischio “medio” più elevato rispetto alla partenza, nonostante le fisiologiche fasi di compressione del 2021 e di parte del 2024.

Dentro questa cornice generale, la storia diventa più nitida quando la si guarda con la lente settoriale. Il comparto finanziario è il barometro per eccellenza: nella componente senior dell'iTraxx, la media è 65,21 pb e il picco torna a concentrare le date che abbiamo già visto, con un massimo assoluto a 134 pb il 18 marzo 2020 e un massimo 2022 a 114 pb il 29 settembre; si parte da 45 pb e si arriva a 60 pb, con un differenziale netto di +15 pb. La porzione subordinata è, com'è naturale, più nervosa: media 137,36 pb, massimo 292 pb il 23 marzo 2020 e un nuovo apice a 246 pb il 29 settembre 2022; l'intervallo si chiude a 147 pb contro i 115 pb iniziali, per un +32 pb che restituisce bene la persistenza di un premio al rischio più caro su questo sottobosco. Anche le Utilities, che nei fondi ESG spesso pesano, riflettono con chiarezza la pressione energetica del 2022: media 70,72 pb, massimo a 156 pb nel marzo 2020 e un picco

2022 a 129 pb il 13 ottobre; il saldo tra inizio e fine è +19 pb (da 40 a 59 pb). Più temperati appaiono gli Industriali (media 66,55 pb, massimo 154,5 pb nel marzo 2020, differenza netta +8 pb tra inizio e fine) e, soprattutto, la Technology, che nell'IG europeo mostra una media di 56,22 pb, un massimo Covid a 139 pb, ma chiude quasi dov'era partita: 45 pb contro 43 pb, con un incremento di appena 2 pb.

A questo punto conviene interrogare il legame tra ciò che accadeva negli spread e il comportamento quotidiano dei fondi. Quando si mettono a confronto i rendimenti giornalieri dei tre veicoli con le **variazioni** (Δ) degli indici iTraxx, il segnale è quello atteso – più gli spread si allargano, peggiore è il giorno per il prezzo – ma con intensità diverse. Il fondo tradizionale, Euromobiliare, mostra la relazione inversa più marcata con l'iTraxx Europe e, in particolare, con le sue componenti finanziarie: la correlazione con le variazioni giornaliere del segmento Financials senior si spinge attorno a $-0,41$ (analoga su Financials subordinato), e resta robustamente negativa anche con le Utilities (circa $-0,39$). Nei due fondi AXA, la sensibilità esiste ma si attenua: il Green Bonds (Art. 9) resta in area $-0,17$ sulle variazioni dei Financials e intorno a $-0,20$ sulle Utilities; l'Euro Sustainable Bonds (Art. 8) scivola su valori prossimi allo zero (circa $-0,07$), soprattutto rispetto al movimento del paniere iTraxx complessivo. È un quadro coerente con la costruzione dei portafogli: Euromobiliare, privo di governativi e fortemente corporate, “respira” più direttamente lo spread; i fondi ESG, appesantiti da una quota governativa e da vincoli di selezione, diluiscono per costruzione il collegamento immediato tra restringimenti/allargamenti del credito e rendimento giornaliero.

Qualcuno potrebbe chiedersi se la parte “Stato” abbia pesato, in sé, come rischio di credito.



Le serie dei CDS sovrani aiutano a evitare semplificazioni: dopo l'impennata di marzo 2020, l'Italia passa da 127,5 pb a 38,0 pb a inizio giugno 2025, una compressione di quasi 90 pb; la

Spagna scende da 43,0 a 33,0 pb; la Francia sale da 17,5 a 35,5 pb ma resta su livelli contenuti; la Germania oscilla a cavallo dei 9 pb. In breve: il tema che ha ferito i fondi con alta presenza di governativi non è stato un deterioramento strutturale del merito di credito sovrano, bensì la combinazione di shock inflattivi e rialzi dei tassi che ha colpito la duration e, con essa, la componente più “rigida” dei portafogli. Come mostra il trend, dopo l’impennata pandemica i CDS sovrani periferici si sono progressivamente riassorbiti, mentre l’effetto più penalizzante per i fondi ESG è venuto dall’inasprimento dei tassi e dalla maggiore rigidità allocativa

Il caso italiano è emblematico. La serie 5Y in USD parte da 127,5 pb (02/01/2020), raggiunge il massimo complessivo a 274 pb il 18/03/2020, torna su livelli elevati nella fase inflattiva del 2022 con un massimo annuo a 180 pb il 07/10/2022, e chiude la finestra d’osservazione a 51,5 pb il 02/06/2025. Il delta netto è dunque pari a –76 pb rispetto all’inizio, con un minimo addirittura a 49,5 pb il 07/03/2025. In altre parole, al netto dello shock iniziale e del rigonfiamento 2022, la traiettoria converge su livelli inferiori al pre-Covid.

La Spagna segue una linea affine, pur con un livello iniziale più contenuto. Dai 43,0 pb di avvio (02/01/2020) il massimo pandemico sale a 175 pb il 18/03/2020, mentre nel 2022 il picco si ferma a 70 pb (14/06/2022). Alla data finale (02/06/2025) il CDS spagnolo è a 33,0 pb, –10 pb rispetto all’inizio della serie, con un minimo a 28,5 pb il 15/09/2021. Anche qui, dunque, l’“effetto 2022” non muta la struttura di lungo periodo: dopo le turbolenze, il rischio percepito risulta compresso rispetto alla base 2020.

Il quadro “core” mostra dinamiche diverse ma coerenti con un’Europa a due velocità. Germania parte da 8,0 pb, tocca un massimo Covid a 30 pb (18/03/2020), sperimenta un massimo 2022 a 29,5 pb (13/10/2022) e chiude a 12,0 pb (02/06/2025), cioè +4 pb rispetto alla partenza; il minimo è 6,75 pb (11/02/2022). Austria condivide la natura “core” ma con livelli leggermente più alti: dai 9,0 pb iniziali sale al massimo Covid di 25 pb (18/03/2020), registra nel 2022 un massimo a 21 pb (11/10/2022) e termina a 16,0 pb (02/06/2025), pari a +7 pb netti; il minimo è 7,5 pb (18/02/2020). Francia si colloca in posizione intermedia: 17,5 pb a inizio 2020, 51 pb al picco Covid (18/03/2020), 35 pb al massimo 2022 (11/10/2022) e 35,5 pb al 02/06/2025, con un differenziale +18 pb; il minimo è 14,25 pb (11/02/2020).

Letti insieme, questi numeri non raccontano un’Europa travolta da un’escalation permanente del rischio sovrano. Piuttosto, disegnano una doppia gobba (marzo 2020 e seconda metà 2022) seguita da un graduale ritorno a livelli coerenti con i fondamentali, soprattutto per i Paesi periferici. Italia e Spagna terminano la finestra sotto o in linea con i valori di inizio 2020; Germania e Austria restano su livelli bassi, con un lieve rialzo strutturale; la Francia si colloca più in alto rispetto alla base, ma senza segnali di stress persistente. È una configurazione che non

giustifica, da sola, i drawdown più profondi osservati nei fondi ESG: se il rischio Paese fosse stato il driver principale, ci aspetteremmo un trascinamento strutturale dei CDS ben oltre i livelli pre-Covid, cosa che i dati non mostrano.

Dove, allora, si genera la penalizzazione? Nei meccanismi di trasmissione tassi → prezzi tipici del reddito fisso, amplificati dalla rigidità allocativa. Nel 2022 l'inasprimento monetario ha colpito in prima battuta le scadenze più lunghe e le componenti governative ad alta duration; la successiva normalizzazione dei CDS non è bastata a compensare, nel breve periodo, l'effetto prezzo accumulato sui titoli con duration più elevata. I fondi ESG del nostro campione, per vincoli regolamentari e di universi investibili, hanno mantenuto quote rilevanti in governativi e in settori “utility-like”, risultando meno flessibili nel riposizionamento sulla curva. Al contrario, il fondo corporate non ESG, privo di governativi e con duration più manovrabile, ha intercettato meglio le fasi di compressione degli spread senza subire nella stessa misura la penalità da rialzo dei tassi.

In sintesi, i CDS sovrani 5Y di Italia (127,5 → 51,5 pb), Spagna (43,0 → 33,0 pb), Germania (8,0 → 12,0 pb), Austria (9,0 → 16,0 pb) e Francia (17,5 → 35,5 pb) chiariscono che la “zavorra” dei fondi ESG non è stata un deterioramento strutturale del rischio Paese, bensì l'interazione fra shock tassi/duration e vincoli ESG che hanno reso più lenta e costosa la riallocazione nei segmenti corporate in compressione. È il motivo per cui l'argomento centrale della nostra tesi – la centralità della gestione della duration e dell'ampiezza dell'universo investibile – resta pienamente confermato dai numeri.

Se rimontiamo i pezzi, il percorso è lineare. Dal lato del mercato, due ondate di rischio di portata storica hanno attraversato il periodo: quella pandemica e quella, più lenta ma non meno incisiva, del 2022–2023, quando energia, inflazione e banche hanno riportato l'iTraxx su soglie da allarme. Dal lato dei portafogli, la diversa esposizione settoriale e la possibilità di muovere la duration hanno fatto la differenza. Euromobiliare, senza governativi e con una trama ampia di corporate IG – Financials in primis, ma anche Consumer Staples, Industriali e una quota non nulla di Technology – ha sofferto quando lo spread si è aperto, ma ha saputo riprendere fiato nelle fasi di compressione, proprio perché costruito per beneficiare del “carry” del credito e perché meno vincolato nelle scelte di scadenza. I due fondi ESG, per contro, hanno pagato la rigidità: masse governative e Utilities da un lato, minore esposizione a segmenti come Technology e Industriali dall'altro, con in più una durata che, nel 2022, ha catturato pienamente gli effetti dell'inasprimento monetario. Il risultato è la fotografia che già conosciamo: drawdown più profondi e recuperi più lenti, non per un deficit di qualità intrinseca, ma per un vincolo

d'universo che – nella finestra osservata – ha reso più difficile “stare nel ritmo” del credito europeo.

Nulla di tutto questo è, però, una condanna. Lo stesso esercizio iTraxx suggerisce che quando il premio al rischio si comprime in modo ordinato – come è accaduto in ampie porzioni del 2021 e, a tratti, del 2024 – i portafogli corporate ben diversificati possono riportare in parità anche stagioni complicate. Se l'universo ESG continuerà ad allargarsi verso segmenti oggi sottorappresentati, e se la qualità dei dati ne consentirà una selezione più fine, la “distanza” che abbiamo misurato qui, con i numeri del credito alla mano, tenderà a ridursi. In fondo, lo dicono gli stessi punti base: a parità di contesto, meno vincoli e più griglia settoriale significano più margine per trasformare lo spread in rendimento; più vincoli e meno varietà significano, talvolta, dover subire il mercato prima di poterlo interpretare.

3.14. Survey Qualitativa Professionisti AXA IM come conferma interna dei gap culturali e delle evoluzioni in corso

Un apporto di particolare interesse all'interno del lavoro proviene dai due documenti prodotti nell'ambito della survey condotta da LUISS tra alcuni professionisti di AXA Investment Managers. Si tratta, nello specifico, di una serie di risposte anonime ma estremamente dense, capaci di restituire una visione autentica e stratificata del modo in cui i criteri ESG vengono percepiti, tradotti operativamente e talvolta messi in discussione all'interno di una grande realtà internazionale. Più che offrire dichiarazioni ufficiali, queste testimonianze mettono a nudo i passaggi reali della transizione culturale in atto, evidenziando differenze generazionali, divergenze di approccio, incertezze metodologiche e anche segnali di maturazione strategica.

Uno degli aspetti che colpisce maggiormente è la progressiva dismissione del linguaggio superficiale legato alla sostenibilità come mera leva di comunicazione. Le parole di un intervistato colgono bene questo passaggio: *“L'ESG è parte integrante del nostro processo decisionale, dalla selezione dei titoli all'interazione con i clienti corporate”* (SURVEY, rispondente n. 7). È una frase netta, ma che acquista ulteriore valore se si considera che è stata formulata non in un contesto istituzionale, ma all'interno di un'indagine rivolta ai dipendenti, dove chi risponde non ha vincoli formali né finalità promozionali. Proprio questa cornice informale rende più credibili le opinioni espresse e consente di cogliere quel livello di consapevolezza diffusa che, in un'analisi interna, conta forse più delle policy scritte su carta.

E tuttavia, accanto a questa piena assunzione di consapevolezza, convivono anche ammissioni di difficoltà operative e culturali. “Integrare i fattori ESG in modo sistematico non è un'operazione

naturale per tutti i gestori. Alcuni colleghi vedono l'ESG come un vincolo, altri come una leva. La verità è che siamo ancora in una fase di transizione" (rispondente n. 4). Questo passaggio evidenzia un primo gap interno: non tanto tra chi aderisce e chi rifiuta, ma tra differenti gradi di interiorizzazione. In altre parole, sebbene il linguaggio ESG sia ormai condiviso, le modalità di applicazione variano in funzione della sensibilità individuale, della formazione ricevuta e del tipo di asset gestiti.

Questo scarto si riflette anche nella percezione della complessità dei dati ESG. Numerosi rispondenti segnalano la difficoltà di ottenere metriche affidabili, coerenti e comparabili, soprattutto nei segmenti obbligazionari più innovativi. Un'intervistata del team fixed income osserva: "Ci sono emissioni che riportano dati ESG solo a scadenza annuale, e altri che si affidano a metriche proprietarie non verificabili. È difficile costruire una visione di portafoglio completa se i dati non parlano la stessa lingua" (rispondente n. 11). Il tema della disomogeneità informativa è centrale anche nella letteratura, ma acquista qui una valenza ancora più concreta, poiché emerge dalla pratica quotidiana della selezione titoli.

Un altro aspetto interessante riguarda il rapporto tra pressione normativa e iniziativa interna. Alcuni rispondenti riconoscono che la spinta iniziale verso l'adozione ESG sia venuta "dall'esterno", cioè dalla regolamentazione europea, dai clienti istituzionali e dagli organi di vigilanza. Tuttavia, nel tempo, questa pressione si è trasformata – almeno parzialmente – in cultura organizzativa condivisa. "Non siamo più nella fase del rispetto passivo. Iniziamo a costruire anche proposte autonome, a porci domande strategiche sull'engagement, sulla transizione energetica, sull'inclusione. Questo non accadeva tre anni fa" (rispondente n. 2). Si tratta di un'evidenza preziosa: la compliance ha ceduto il passo all'internalizzazione culturale. L'ESG, da obbligo formale, si è fatto riflessività gestionale.

Naturalmente, il percorso non è lineare. In alcuni passaggi si intravedono resistenze sottili, spesso mascherate da scetticismo tecnico. Un gestore sottolinea: "Non c'è sempre un chiaro legame tra rating ESG e performance. A volte i titoli con punteggio elevato sono meno liquidi, più costosi, meno reattivi. Bisogna evitare di diventare dogmatici" (rispondente n. 6). Questa osservazione non è priva di fondamento, ma tradisce anche una certa difficoltà ad accettare una logica multifattoriale dell'investimento. L'ESG, infatti, impone di guardare oltre la performance immediata, e questo implica una rottura epistemologica con l'approccio strettamente risk-return. Molto significativa è la consapevolezza diffusa che la sostenibilità non possa essere ridotta a una formula unica, valida per tutti i comparti. Più rispondenti mettono in guardia contro l'idea di una standardizzazione eccessiva. "Nel settore obbligazionario, il concetto di impatto è diverso che nell'equity. Non puoi applicare gli stessi filtri. Il rischio è di escludere asset validi solo perché

non perfettamente etichettati” (rispondente n. 9). Questo ragionamento si colloca nella linea teorica suggerita da Revelli e Viviani (2015), secondo cui l’efficacia dell’ESG dipende dalla sua adattabilità al contesto specifico.

Un ulteriore elemento che emerge dalla survey è la crescente attenzione al tema della materialità dinamica, cioè la capacità di identificare quali fattori ESG siano realmente rilevanti in funzione del settore, della geografia e del ciclo economico. “Stiamo imparando a gestire la complessità, non a evitarla. La sfida vera è leggere i segnali deboli, quelli che oggi sembrano irrilevanti ma domani fanno la differenza” (rispondente n. 3). Questa affermazione sintetizza forse meglio di ogni altra la trasformazione culturale in atto: dal rispetto formale all’intelligenza strategica.

In chiusura, si segnala una riflessione che può essere assunta come emblematica dell’intero percorso di transizione ESG. Un membro senior del comitato investimenti afferma: *“L’integrazione ESG è come passare da una logica binaria a una visione olistica. Non si tratta più di scegliere tra performance e responsabilità, ma di tenere insieme più dimensioni che prima erano invisibili”* (rispondente n. 12). In questa frase si condensa un’intera visione: quella di un’evoluzione culturale non ancora compiuta, ma già in grado di modificare in profondità il modo in cui il rischio viene concepito, la performance misurata, e la finanza interpretata.

3.15. Best practice e sfide future dell’approccio ESG

Nell’osservare da vicino l’esperienza di AXA Investment Managers in materia di sostenibilità, si coglie con chiarezza l’esistenza di un impianto strategico solido e coerente, in cui i criteri ESG non sono sovrastrutture accessorie, ma componenti centrali della costruzione e della gestione di portafoglio. La trasparenza metodologica è certamente uno dei punti di forza di questo approccio. I report ESG pubblicati per i fondi AXA WF ACT Green Bonds e AXA WF Euro Sustainable Bonds contengono una mole di dati, indicatori e metriche che non ha pari nel panorama degli strumenti analizzati. Ad esempio, la copertura ESG del 100% degli asset in portafoglio per il fondo articolo 9 (AXA IM, 2024), accompagnata da una rendicontazione dettagliata sugli impatti ambientali (es. 54 tonnellate di CO₂ evitate per milione investito), rappresenta un modello avanzato di rendicontazione integrata, che va oltre la compliance formale al regolamento SFDR.

Anche sul versante dell’engagement attivo, AXA IM mostra una strategia matura. Nel solo 2024, l’interlocuzione con il 35,2% degli emittenti in portafoglio del fondo Euro Sustainable Bonds (AXA IM, 2024) dimostra un impegno sistematico nel promuovere pratiche più virtuose, soprattutto in ambiti cruciali come la governance aziendale e la transizione energetica. Non si

tratta di un dialogo simbolico, ma di un'interazione finalizzata alla trasformazione concreta degli standard aziendali. Il livello di allineamento agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG), infine, costituisce un ulteriore elemento di qualità. I dati disponibili mostrano come oltre il 22% del portafoglio del fondo ACT Green Bonds contribuisca attivamente al SDG 13 (azione per il clima), mentre significative percentuali sono anche attribuibili a SDG 5 (parità di genere) e SDG 7 (energia pulita), a conferma di una strategia orientata all'impatto misurabile.

Area di intervento	Best practice osservata
Trasparenza e rendicontazione	Report ESG con copertura >99% degli emittenti; disclosure dettagliata su emissioni evitate, punteggi ESG, SDG, duration media e intensity score.
Engagement attivo	Dialogo con oltre il 35% degli emittenti (es. Euro Sustainable Bonds 2024); focus su clima, governance, inclusione e accountability.
Allineamento agli SDG	Mappatura sistematica dei portafogli sugli SDG; contributo misurabile al SDG 13 (clima), SDG 7 (energia pulita) e SDG 5 (gender equality).
Differenziazione strategica SFDR	Coesistenza di fondi art. 8 e art. 9 SFDR con livelli diversi di ambizione ESG; maggiore flessibilità nel fondo art. 8, maggiore impatto diretto nel fondo art. 9.
Adozione di standard internazionali	Integrazione di target climatici SBTi e Net Zero; verifica dei target aziendali nella selezione degli emittenti nei fondi articolo 9.
Adattamento settoriale	Criteri ESG applicati in modo flessibile a seconda del tipo di emittente (corporate, sovrano, infrastrutturale); evitata la standardizzazione rigida.
Cultura organizzativa e governance interna	Presenza di comitati ESG; uso di survey interne (es. SURVEY) per monitorare la cultura aziendale e l'interiorizzazione dei principi ESG.

Tuttavia, questo quadro positivo non esclude la presenza di criticità operative e strategiche che meritano di essere affrontate con onestà. La prima riguarda l'eterogeneità dei sistemi di rating ESG adottati da provider terzi. Più testimonianze raccolte nella survey qualitativa evidenziano l'impossibilità, in molti casi, di ottenere valutazioni coerenti da parte di diversi data provider. Un gestore osserva: "Lo stesso emittente può ricevere una valutazione eccellente da un'agenzia e una insufficiente da un'altra. Noi dobbiamo scegliere chi fidarci" (SURVEY, rispondente n. 8). Questa asimmetria metodologica pone un problema concreto: se manca uno standard condiviso nella valutazione, il rischio è che l'ESG diventi una costruzione arbitraria, più soggetta a storytelling che a verifica empirica.

Un secondo nodo riguarda la qualità e la frequenza dei dati ESG disponibili, soprattutto nel segmento obbligazionario. Alcuni titoli in portafoglio, soprattutto emessi da enti sovrani o da imprese di Paesi non OCSE, non riportano con cadenza regolare gli aggiornamenti relativi alle

emissioni, agli impatti ambientali o ai target di sostenibilità. In assenza di disclosure completa, anche le migliori strategie rischiano di perdere efficacia. Un'altra intervistata della survey qualitativa è molto chiara: “Non basta voler essere sostenibili, bisogna avere i dati per dimostrarlo. E troppo spesso i dati non ci sono, o sono incompleti, o arrivano in ritardo” (rispondente n. 5). Questa osservazione riporta alla centralità del problema informativo: nessuna performance sostenibile è credibile senza una base solida di dati verificabili.

Un'ulteriore difficoltà si manifesta nel trade-off tra rendimento e vincoli etici, specialmente nei momenti di alta volatilità di mercato. In alcuni casi, l'esclusione di interi settori – come il carbone, il tabacco o l'industria bellica – può comportare una perdita di opportunità a breve termine, specialmente se questi settori beneficiano di politiche espansive o di rialzi nei prezzi delle materie prime. Tuttavia, anche su questo punto le risposte della survey mostrano una certa maturazione culturale. “Sì, talvolta rinunciamo a performance immediate, ma guadagniamo in credibilità. E questo, nel lungo periodo, si traduce in capitale reputazionale e preferenza da parte degli investitori più sensibili” (rispondente n. 10). In altri termini, il vincolo ESG viene sempre più percepito come una leva strategica, non come un limite operativo.

All'interno di questa dialettica tra coerenza e complessità, emergono anche alcune best practice replicabili. La prima è l'approccio modulare adottato da AXA tra i fondi articolo 8 e quelli articolo 9. Mentre il fondo Euro Sustainable Bonds si caratterizza per una diversificazione maggiore e una selezione tematica flessibile, il fondo ACT Green Bonds persegue obiettivi più ambiziosi ma all'interno di un universo investibile più ristretto. Questa differenziazione consente agli investitori di scegliere il livello di profondità ESG più adatto al proprio profilo di rischio e al proprio orizzonte temporale. La seconda pratica degna di nota riguarda l'allineamento a framework internazionali riconosciuti, come la SBTi o i target Net Zero, che permettono di inserire le performance ESG in una traiettoria comparabile su scala globale. La terza è la capacità di adattamento settoriale, già messa in luce nel confronto tra i portafogli: AXA calibra i criteri ESG in base alla natura degli emittenti, evitando standardizzazioni meccaniche e privilegiando una logica contestuale.

Nel concludere questa ricognizione sulle forze e le fragilità dell'approccio ESG osservato, è opportuno tornare alle parole degli stessi professionisti AXA, raccolte nella survey. Due frasi, in particolare, sintetizzano con efficacia il senso di questa fase di transizione. La prima: “*Non c'è performance sostenibile senza dati affidabili e una cultura condivisa*” (SURVEY, rispondente n. 6). La seconda: “*Stiamo imparando a gestire la complessità, non a evitarla*” (rispondente n. 3). In esse si legge tutta la consapevolezza di un cambiamento ancora in atto, che non ha trovato soluzioni definitive ma ha abbandonato l'approccio meramente formale. AXA IM non offre un

modello perfetto, ma si propone come laboratorio aperto, dove trasparenza, engagement e impatto misurabile non sono solo obiettivi dichiarati, bensì pratiche che si costruiscono quotidianamente, con errori, revisioni, ma anche visione strategica.

Capitolo 4: Conclusioni e raccomandazioni

4.1. Sintesi dei principali risultati della ricerca

Al termine del percorso analitico compiuto nel corso dell'analisi condotta che ha intrecciato piani teorici, operativi ed empirici, è possibile restituire una panoramica più articolata dell'integrazione ESG nei processi di investimento. A proposito di AXA Investment Managers, la cosa che emerge non è in ultima analisi una mera conformità ai vincoli normativi o alle mode del momento, quanto piuttosto un'impostazione culturale, la cui solidificazione è risultato di un lungo processo, è basata sui principi dello sviluppo sostenibile. Quattro sono gli assi portanti attorno ai quali è strutturata la strategia: il controllo del rischio, la ricerca di performance sostenibili, misurazione dell'impatto ambientale e sociale, e comportamento etico nei confronti del cliente.

Per verificare l'allineamento tra obiettivi dichiarati e risultati concreti, l'analisi ha considerato tre strumenti finanziari rappresentativi di approccio diverso: AXA WF ACT Green Bonds (articolo 9 SFDR), AXA WF Euro Sustainable Bonds (articolo 8) e, a puro scopo comparativo, il fondo privo di classificazione ESG Euromobiliare Corporate Investment Grade I. La nostra analisi ha coperto il periodo 2021-2025: tra fasi di mercato disomogenee e sia tempi turbolenti (inflazione, tassi in rialzo, crisi energetica) come periodi stabilizzanti. I parametri considerati sono stati rendimento annualizzato, volatilità, durate medie degli investimenti, carbonio, e fino a che punto siano state tenute in vigore norme ESG dei propri investimenti.

I risultati ottenuti restituiscono un quadro piuttosto stratificato entro il quale, infatti, il fondo AXA WF ACT Green Bonds, caratterizzato da una strategia a forte connotazione ambientale, non è partito benissimo, ma è nell'impatto ambientale che il fondo esprime il massimo potenziale: secondo il report 2024, ogni milione di euro investito ha consentito di evitare 54 tonnellate di CO₂, con una media emissiva (Scope 1+2) pari a 127 tCO₂e per milione di dollari di ricavi, significativamente inferiore al benchmark di riferimento, che si attesta a 278 tCO₂e (AXA IM, 2024).

Diversa la traiettoria dell'AXA WF Euro Sustainable Bonds, fondo con impostazione ESG più trasversale e classificazione articolo 8. In questo caso, le oscillazioni sono risultate meno marcate. La perdita registrata nel 2022 (-9,76%) è stata compensata da un recupero graduale ma solido: +3,15% nel 2023, +4,22% nel 2024 e un +5,93% nei primi sei mesi del 2025. Complessivamente, il rendimento quinquennale si attesta al +3,54%. La durata media, più

contenuta rispetto al fondo articolo 9 (intorno ai 5,1 anni), ha contribuito a mantenere sotto controllo la volatilità. In termini di strategia, il fondo ha privilegiato un'esposizione settoriale più ampia, combinando obbligazioni ad alto punteggio ESG con una selezione meno orientata all'impatto diretto, ma più resiliente alle oscillazioni di mercato.

Il fondo Euromobiliare, infine, ha fatto registrare una volatilità maggiore durante i momenti di stress sistemico (in particolare nel biennio 2022–2023), a fronte di una documentazione notevolmente più scarna e priva di riferimenti a criteri ESG. In nessun documento ufficiale (né factsheet né KID) compaiono metriche legate a emissioni, engagement, o SDG. L'assenza di un framework sostenibile ha dunque coinciso con una maggiore opacità informativa e una gestione meno attrezzata ad affrontare le nuove sfide di mercato.

4.2. Considerazioni conclusive sull'analisi dei dati effettuata

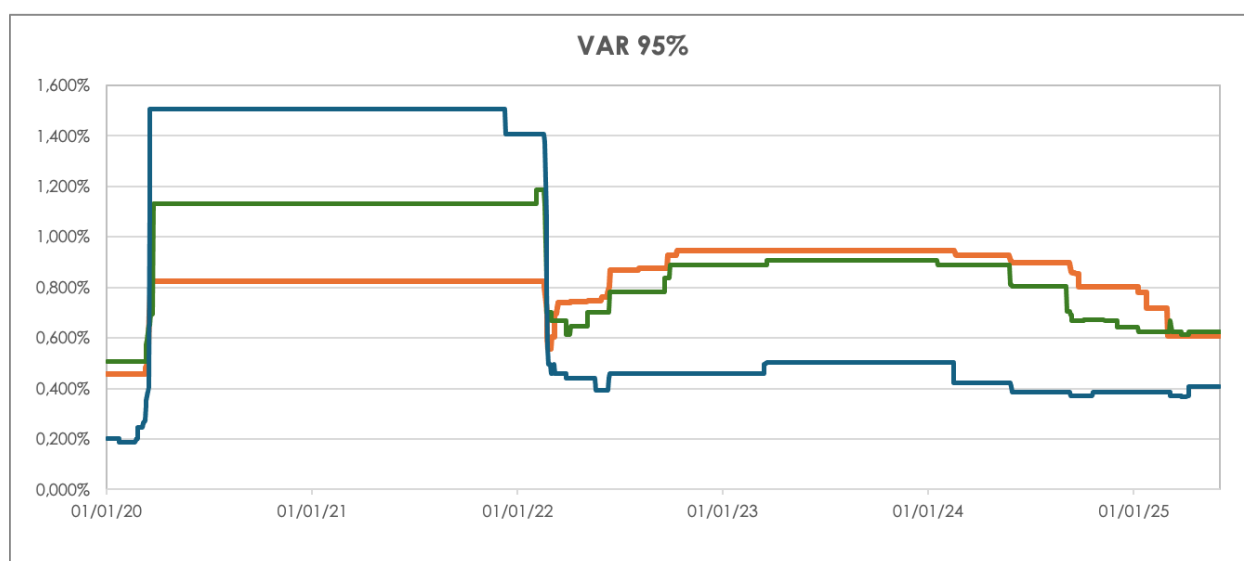
L'integrazione tra l'analisi empirica condotta e le conclusioni teoriche della tesi offre una visione completa e realistica sull'efficacia dei criteri ESG nelle strategie di investimento obbligazionario. Nella parte teorica, viene evidenziato come l'adozione di principi ambientali, sociali e di governance rappresenti oggi un elemento centrale nella costruzione di portafogli moderni, in linea con le direttive europee, le crescenti richieste di trasparenza da parte degli investitori e una più ampia attenzione verso la sostenibilità. AXA IM, oggetto del caso studio, viene descritta come un esempio di eccellenza nell'implementazione di strategie ESG, in grado di offrire soluzioni articolate e coerenti sia per i fondi articolo 8 sia per quelli articolo 9, come previsto dal regolamento SFDR. Tuttavia, i risultati dell'analisi empirica restituiscono un quadro più articolato e, sotto certi aspetti, inatteso. A fronte di una costruzione metodologica fondata sulla sostenibilità, i fondi ESG considerati – **AXA WF ACT Green Bonds (art. 9)** e **AXA WF Sustainable Bonds (art. 8)** – hanno riportato nel periodo osservato rendimenti medi giornalieri negativi e livelli di volatilità più elevati. In confronto, un fondo privo di vincoli legati alla sostenibilità ha evidenziato una maggiore efficienza dal punto di vista del rischio-rendimento, con un rendimento medio positivo e uno Sharpe Ratio più elevato. Questo ha rappresentato un riferimento utile per misurare l'efficacia delle strategie ESG in condizioni reali di mercato. Tale risultato non va interpretato come una smentita della validità dell'approccio ESG, bensì come un invito a considerare attentamente il contesto. Il periodo oggetto di analisi è stato attraversato da forti shock sistemici, come la pandemia da COVID-19 e un rapido ciclo di inasprimento della politica monetaria. In simili condizioni, la rigidità imposta dai criteri ESG – sebbene orientata alla selezione di emittenti più solidi – può temporaneamente limitare la capacità del gestore di

adattarsi alle dinamiche di mercato, penalizzando così la performance nel breve periodo. In particolare, le gestioni ESG, a causa delle restrizioni imposte in fase di selezione, tendono a presentare una diversificazione inferiore rispetto ai portafogli tradizionali. L'assenza di strumenti perfettamente succedanei a quelli esclusi comporta per il gestore una minore libertà nelle scelte allocative. Questo lo costringe spesso a prendere decisioni subottimali in termini di posizionamento lungo la curva dei rendimenti o nella costruzione della duration complessiva del portafoglio, introducendo così una potenziale inefficienza rispetto a strategie non vincolate da criteri di sostenibilità. Tale effetto, tuttavia, non è strutturale né permanente. Con l'aumento della disponibilità di dati ESG affidabili e con la crescente attenzione da parte degli emittenti verso le tematiche ambientali, sociali e di governance, l'universo investibile sostenibile si sta progressivamente ampliando. Questo significa che, nel tempo, la selezione ESG potrà contare su un bacino di strumenti più ampio e più diversificato, riducendo l'impatto delle distorsioni attuali e permettendo al gestore di operare scelte più efficienti senza rinunciare alla coerenza con i principi di sostenibilità. In questo scenario, potrà emergere in modo più netto il vero contributo della selezione ESG, non più penalizzato da vincoli tecnici, ma espressione di una qualità superiore nella scelta degli emittenti e nella costruzione del portafoglio. L'analisi condotta, quindi, non solo conferma la solidità teorica dell'approccio ESG, ma aiuta anche a comprendere le sue sfide operative e la sua evoluzione futura, evidenziando la necessità di valutare i risultati in funzione del contesto di mercato e dell'orizzonte temporale. La sostenibilità non è una garanzia di rendimenti immediati, ma una scelta consapevole e lungimirante, capace di coniugare performance e responsabilità in un equilibrio destinato a rafforzarsi nel tempo. Le conclusioni della tesi sottolineano come i benefici dell'investimento sostenibile siano prevalentemente di lungo termine, radicati nella qualità, nella resilienza e nella governance delle aziende selezionate. Ciò implica che i risultati positivi attesi dall'integrazione ESG non si manifestano necessariamente in modo immediato, ma si consolidano nel tempo, soprattutto in contesti dove emergono rischi ambientali, sociali o reputazionali. In definitiva, il confronto ha permesso di valutare con lucidità i limiti e le potenzialità degli strumenti ESG. La sostenibilità non si impone come una garanzia di rendimenti superiori, ma come una scelta strategica, coerente con un orizzonte di investimento responsabile. L'analisi dimostra quindi la solidità teorica dell'approccio ESG, pur mettendone in evidenza le sfide operative: i risultati mostrano che il rispetto di vincoli ESG può, in certi contesti di mercato particolarmente complessi, limitare temporaneamente la capacità di adattamento dei portafogli e incidere sulla performance. Per questo motivo, è fondamentale adottare un approccio equilibrato e consapevole, capace di

coniugare obiettivi etici e finanziari, e di valutare i benefici dell'investimento responsabile su un orizzonte temporale adeguato.

L'analisi del posizionamento lungo la curva dei rendimenti ha fornito ulteriori elementi per comprendere gli effetti operativi dei vincoli ESG. I tre fondi considerati presentano strategie allocative profondamente differenti. **Il fondo AXA WF Euro Sustainable Bonds** (articolo 8) mostra una marcata concentrazione sulle scadenze brevi e medio-brevi, con il 47,63% del portafoglio allocato nella fascia 0–3 anni e il 51,21% nella fascia 3–5 anni, per un totale di oltre il 98% dell'intera esposizione. Questa scelta riflette una gestione estremamente prudente, con una duration contenuta e una limitata esposizione al rischio di tasso d'interesse, ma suggerisce anche una possibile rigidità operativa derivante dalla difficoltà di trovare strumenti ESG idonei su scadenze più lunghe. Diversamente, **il fondo AXA WF ACT Green Bonds** (articolo 9) adotta un approccio più bilanciato lungo la curva: 30,85% nella fascia 0–3 anni, 20,23% tra i 5–7 anni, 11,97% tra i 7–10 anni e un rilevante 17,61% su scadenze superiori ai 10 anni. Questo evidenzia una volontà di diversificare la duration per migliorare il profilo rischio-rendimento, compatibilmente con i criteri ESG più stringenti. Tuttavia, nonostante questa costruzione più articolata, il fondo articolo 9 ha registrato la performance peggiore tra i tre fondi considerati, con un Max Drawdown del –24,36% e rendimenti medi negativi nel periodo osservato. Tale risultato può essere letto come un effetto delle limitazioni strutturali imposte dalla selezione ESG: la scarsità di strumenti perfettamente succedanei a quelli esclusi ha probabilmente costretto il gestore a scelte allocative meno efficienti, ad esempio concentrandosi su titoli con maggiore duration o su emittenti meno liquidi, penalizzati in fasi di mercato turbolente. Il contesto di riferimento – fortemente condizionato dalla pandemia e dal rapido aumento dei tassi d'interesse – ha ulteriormente amplificato queste vulnerabilità. Si evidenzia dunque come, nei fondi ESG più rigorosi, le decisioni del gestore possano essere vincolate più dalla disponibilità effettiva di strumenti conformi che da una reale libertà di posizionamento strategico, influenzando così la performance complessiva. Al contrario, **il fondo non ESG (Euromob Corporate Investment Grade I)** presenta un profilo allocativo più flessibile: 34,61% nella fascia 0–3 anni, 35,61% tra i 3–5 anni, e una distribuzione più uniforme sui bucket successivi, con solo il 2,57% oltre i 10 anni. Pur senza assumere rischi eccessivi, il fondo ha potuto costruire un portafoglio più efficiente in termini di rischio-rendimento, risultato confermato dalla performance positiva e dallo Sharpe Ratio più elevato nel periodo considerato. In conclusione, i risultati confermano che, pur in presenza di un impianto teorico solido, l'efficacia operativa dell'approccio ESG dipende fortemente dalla qualità e ampiezza dell'universo investibile. Laddove la selezione sostenibile limita la diversificazione o restringe l'accesso a determinati segmenti di mercato, il

rischio di inefficienze allocative aumenta. Tuttavia, questi effetti non sono strutturali né irreversibili: l'espansione dell'offerta di strumenti ESG e il miglioramento della qualità dei dati disponibili consentiranno nel tempo una maggiore libertà strategica anche per i fondi più vincolati, rafforzando la capacità dell'approccio sostenibile di coniugare responsabilità e performance. A livello di rendimento-rischio sull'intero periodo, i due fondi ESG mostrano un tasso annuo composto negativo, mentre il fondo tradizionale risulta positivo: AXA WF ACT Green Bonds (Art. 9) registra un CAGR pari a $-1,91\%$, AXA WF Euro Sustainable Bonds (Art. 8) $-1,47\%$, ed Euromobiliare Corporate Investment Grade I $+0,38\%$. La volatilità annualizzata è $5,18\%$ (Art. 9), $5,64\%$ (Art. 8) e $3,84\%$ per Euromobiliare, con Sharpe rispettivamente $-0,340$, $-0,229$ e $+0,117$. Il quadro è coerente con la migliore efficienza rischio/rendimento del fondo non ESG. Anche la "hit ratio" mensile va nella stessa direzione: mesi positivi in $48,5\%$ dei casi per entrambi i fondi AXA (32 su 66) e $54,5\%$ per Euromobiliare (36 su 66). La lettura dei drawdown chiarisce la diversa tenuta nelle fasi stressate. AXA WF ACT Green Bonds tocca un massimo storico il 31/12/2020 e segna il minimo il 21/10/2022; il Max Drawdown arriva al $-24,36\%$ e non viene recuperato entro giugno 2025. AXA WF Euro Sustainable Bonds mostra un profilo molto simile (picco il 14/12/2020, minimo sempre il 21/10/2022, Max Drawdown $-21,02\%$ e assenza di pieno recupero). Euromobiliare, invece, vive il drawdown più profondo durante la fase pandemica (picco 20/02/2020, minimo 24/03/2020, Max Drawdown $-14,10\%$), ma recupera il massimo pre-crisi già l'08/02/2021. In altri termini: i fondi ESG hanno sofferto un drawdown più ampio e prolungato, coerente con l'esposizione a segmenti più sensibili al rialzo dei tassi; il fondo tradizionale ha subito una correzione più rapida e ne è uscito prima.



I numeri di coda confermano la diversa rischiosità giornaliera. Il VaR storico al 95% per un giorno è pari a $-0,54\%$ per AXA Green Bond, $-0,52\%$ per AXA Euro Bond e $-0,25\%$ per Euromobiliare; il corrispondente Expected Shortfall (perdita media nei peggiori giorni) è $-0,77\%$, $-0,77\%$ e $-0,56\%$. Anche la frequenza dei giorni negativi è più alta nei fondi ESG (48,74% AXA Art. 8; 46,30% AXA Art. 9) rispetto a Euromobiliare (42,63%). Ne deriva che, a parità di orizzonte temporale, la coda sinistra della distribuzione dei rendimenti è più gravosa nei fondi ESG.

Il legame con la struttura dei portafogli emerge con chiarezza dalle scomposizioni settoriali. Somma di “Government + Financials”: 72,43% per AXA Euro Sustainable Bonds e 59,35% per AXA ACT Green Bonds; Euromobiliare si ferma al 42,32% (tutto Financials, con quota Government nulla). Nel dettaglio: AXA Art. 8 pesa 41,08% in Financials, 31,35% in Government e 8,11% in Utilities; AXA Art. 9 allocazione 31,31% Financials, 28,04% Government e 20,56% Utilities; Euromobiliare 42,32% Financials, 11,51% Utilities, 9,06% Industrials e 16,10% Consumer Non-Cyclical, con 1,71% in Technology (contro 0,00% nell’Art. 8 e 0,47% nell’Art. 9). Questo mix spiega sia la maggiore sensibilità dei fondi ESG alla stretta monetaria (e alla componente governativa), sia la migliore capacità del fondo tradizionale di intercettare comparti più resilienti o dinamici (Industrials, Consumer Staples, Technology).

Anche gli indici di concentrazione settoriale avvalorano l’interpretazione: la somma dei tre settori principali vale 80,54% per AXA Art. 8 e 79,91% per AXA Art. 9, contro 69,94% per Euromobiliare. L’Herfindahl-Hirschman Index calcolato sui pesi settoriali è 0,283 (AXA Art. 8), 0,228 (AXA Art. 9) e 0,238 (Euromobiliare). In sintesi, entrambi i fondi ESG sono più concentrati nei top-settori (soprattutto Government/Financials), mentre Euromobiliare, pur con un’ovvia preminenza dei Financials, distribuisce il rischio in modo più ampio su Utilities, Industrials e Consumer Staples, includendo anche un’esposizione – seppur modesta – a Technology. Il posizionamento lungo la curva dei rendimenti, già discusso, trova ulteriore conferma numerica nei bucket: AXA Art. 8 è quasi interamente su scadenze 0–3 anni (47,63%) e 3–5 anni (51,21%); AXA Art. 9 è più distribuito (0–3 anni 30,85%; 3–5 anni 19,36%; 5–7 anni 20,23%; 7–10 anni 11,97%; oltre 10 anni 17,61%); Euromobiliare combina 0–3 anni 34,61% e 3–5 anni 35,61% con quote in 5–7 anni 18,42% e 7–10 anni 8,96%, mantenendo oltre 10 anni solo 2,57%. Il peggior drawdown dei fondi Art. 9/8 (ottobre 2022) cade esattamente nella fase di picco dei tassi, quando la componente governativa e le porzioni a duration più elevate hanno sofferto di più; la costruzione di Euromobiliare, più “baricentrica” e senza vincolo governativo, ha consentito una traiettoria di recupero più rapida. Infine, i co-movimenti fra i tre fondi indicano che Euromobiliare non è un “doppione” dei profili ESG: la correlazione giornaliera è 0,52 con

AXA Art. 9 e 0,29 con AXA Art. 8. La diversità di composizione (meno Government, maggiore apertura a comparti difensivi/pro-ciclo e un minimo di Technology) produce un'esposizione fattoriale distinta che, nel periodo 2020–2025, ha premiato in termini di stabilità e rischio di coda. Nel complesso, questi riscontri numerici rafforzano le conclusioni già tratte: in un quinquennio dominato da pandemia e rialzo repentino dei tassi, la combinazione (i) concentrazione su Government/Financials e (ii) vincoli ESG che riducono l'ampiezza dell'universo investibile ha esposto i fondi articolo 8/9 a drawdown più profondi, maggiore VaR/ES e minore probabilità di mesi positivi. Un impianto meno vincolato e più eterogeneo, come nel caso di Euromobiliare, ha invece generato un profilo rischio/rendimento più favorevole (Sharpe positivo, CAGR > 0, Max Drawdown più contenuto e recupero più tempestivo). Queste evidenze non negano il valore dell'approccio ESG, ma confermano che — nella specifica finestra 2020–2025 e coi vincoli disponibili — la minore flessibilità allocativa ha avuto un costo misurabile. Con l'ampliamento dell'universo sostenibile, tale costo è destinato a ridursi, consentendo alle strategie ESG di esprimere meglio il proprio potenziale nel lungo periodo.

4.3. Implicazioni per AXA IM e per l'industria finanziaria

Il lavoro di confronto non si è limitato a misurare i rendimenti, ma ha inteso leggere più a fondo le implicazioni strategiche delle scelte effettuate. Per AXA Investment Managers, i dati emersi rappresentano una conferma della bontà del percorso intrapreso, ma anche una mappa delle aree in cui rafforzare gli strumenti a disposizione. Tra i punti di forza risalta la capacità di combinare selezione tematica ESG con strumenti di engagement attivo: basti pensare che, nel 2024, AXA ha mantenuto un dialogo costante con oltre il 35% degli emittenti in portafoglio, ponendo al centro questioni come la governance inclusiva, la trasparenza climatica e gli obiettivi Net Zero (AXA IM, 2024). Tale orientamento ha permesso di mantenere una visione di lungo periodo, senza sacrificare la redditività complessiva. Tuttavia, restano sfide tutt'altro che marginali. La più insidiosa riguarda la qualità dei dati. Le testimonianze raccolte nei file 01 e 02 della Survey parlano chiaro: la mancanza di standard condivisi tra data provider, l'incompletezza di alcune metriche e la scarsa comparabilità dei punteggi ESG creano difficoltà operative anche per gestori esperti. Uno degli intervistati osserva con lucidità: *“A volte i dati ESG ci costringono a navigare a vista. Lo stesso emittente può ricevere un punteggio A da un'agenzia e un C da un'altra. E noi dobbiamo decidere a chi credere”* (SURVEY, rispondente n. 8). Il trade-off tra performance e selettività ESG è un'altra questione aperta. Alcune esclusioni settoriali (armi, carbone, tabacco) si traducono, in certi contesti, in un'opportunità persa dal punto di vista dei rendimenti a breve

termine. Eppure, come emerso da numerosi dati, la resilienza post-crisi dei fondi ESG, la loro minore esposizione a rischi reputazionali e la crescente domanda da parte degli investitori retail e istituzionali suggeriscono che la sostenibilità paga, almeno nel medio-lungo periodo. L'implicazione più ampia riguarda l'industria nel suo complesso. L'adozione dei criteri ESG è oggi un requisito che separa le SGR mature da quelle rimaste ancorate a una logica esclusivamente finanziaria. Ma non è sufficiente "adottare" l'ESG: è necessario declinarlo operativamente, integrarlo nei sistemi di risk management, riorientare le metriche di performance e soprattutto legarlo a una cultura interna condivisa. In quest'ottica, l'esperienza di AXA può rappresentare un modello, ma anche un banco di prova per il futuro.

4.4. Proposte per il futuro: ricerca, governance e cultura ESG

Alla luce dei risultati ottenuti, si possono formulare alcune proposte di miglioramento e di sviluppo, sia sul piano della ricerca accademica che delle pratiche operative. La prima indicazione riguarda l'ampliamento della base empirica: occorre analizzare non solo fondi attivi ma anche strumenti passivi, prodotti multi-asset e veicoli tematici legati a climate tech, biodiversity, circular economy. Un confronto su larga scala potrebbe fornire indicazioni preziose sulla coerenza dei modelli ESG in contesti eterogenei. In secondo luogo, si rende urgente un salto di qualità sul fronte informativo. Serve una standardizzazione robusta dei dati ESG, un sistema di validazione terza e una maggiore frequenza nella rendicontazione. Laddove queste condizioni si verificano – come nei fondi articolo 9 ben strutturati – la rendicontazione si trasforma in leva strategica, non in obbligo burocratico. Inoltre, si suggerisce di rafforzare l'integrazione tra performance finanziaria e incentivi legati a risultati ESG: nei report AXA, le indicazioni in questo senso iniziano ad emergere, ma il potenziale è ancora in parte inespresso.

Un terzo spunto riguarda la governance interna. Come suggerito da più rispondenti della Survey, occorre che l'ESG non resti prerogativa di una "task force" aziendale, ma venga interiorizzato a ogni livello della catena decisionale. La sostenibilità non può essere solo una policy: deve diventare abitudine, prassi, e cultura organizzativa. Infine, non si può trascurare la dimensione culturale. L'intero impianto ESG è oggi al crocevia tra technicalità e visione. La frase riportata da un'intervistata sintetizza questo passaggio in modo emblematico: *"Stiamo imparando a gestire la complessità, non a evitarla"* (SURVEY, rispondente n. 3). Ecco, il futuro della finanza sostenibile passa proprio da qui: dall'accettare che i criteri ESG non offrono scorciatoie, ma pongono domande complesse, che richiedono risposte articolate, strumenti sofisticati e una volontà reale di trasformazione.

Bibliografia

- Andaru, F. M. (2025). Cost-benefit analysis of corporate investments in tropical forest restoration. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 1447, 012029. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/1447/1/012029>
- Assaf, C., Monne, J., Harriet, L., & Meunier, L. (2024). ESG investing: Does one score fit all investors' preferences? *Journal of Cleaner Production*, 443, 141094. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141094>
- AXA IM. (s.d.). ESG investing: A global investor survey. Recuperato da <https://www.axa-im.com/what-we-do/select-investments/esg-investing-global-investor-survey>
- AXA IM. (s.d.). Taking action to create meaningful impact. Recuperato da <https://www.axa-im.com/what-we-do/responsible-investing>
- AXA. (s.d.). Towards a "low carbon" investment strategy. Recuperato da <https://www.axa.com/en/commitments/low-carbon-investment>
- Blank, H., Sgambati, G., & Truelson, Z. (2016). Best practices in ESG investing. *The Journal of Investing*, 25(2), 103–112.
- Brown, D. L., Guidry, R. P., & Patten, D. M. (2009). Sustainability reporting and perceptions of corporate reputation: An analysis using Fortune. In M. Freedman & B. Jaggi (Eds.), *Sustainability, environmental performance and disclosures* (Advances in Environmental Accounting & Management, Vol. 4, pp. 83–104). Emerald Group Publishing. [https://doi.org/10.1108/S1479-3598\(2010\)0000004007](https://doi.org/10.1108/S1479-3598(2010)0000004007)
- Cerqueti, R., Ciciretti, R., Dalò, A., & Nicolosi, M. (2021). ESG investing: A chance to reduce systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 54, 100887. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100887>
- Cornell, B. (2020). ESG investing: Conceptual issues. *The Journal of Wealth Management*, 22(4), 1–9.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020). ESG investing. In *Global Investment Returns Yearbook 2020* (pp. 48–64). Zurich, Switzerland: Credit Suisse Research Institute.
- Drei, A., Le Guenedal, T., Lepetit, F., Mortier, V., Roncalli, T., & Sekine, T. (2019). ESG investing in recent years: New insights from old challenges. *SSRN Electronic Journal*. <https://ssrn.com/abstract=3683469> or <https://doi.org/10.2139/ssrn.3683469>
- Gibson, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2019). ESG rating disagreement and stock returns. *Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-67, European Corporate Governance*

- Institute – Finance Working Paper No. 651/2020, Financial Analysts Journal* (forthcoming). <https://ssrn.com/abstract=3433728> or <https://doi.org/10.2139/ssrn.3433728>
- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility—Where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26, 25–35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- Huang, L. (2024). Green bonds and ESG investments: Catalysts for sustainable finance and green economic growth in resource-abundant economies. *Resources Policy*, 91, 104806. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2024.104806>
- Islam, S. M., & Habib, A. (2024). How impact investing firms use reference frameworks to manage their impact performance: An industry-level study. *Accounting & Finance*, 64, 161–184. <https://doi.org/10.1111/acfi.13132>
- Khan, M. (2019). Corporate governance, ESG, and stock returns around the world. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103–123.
- Kiran, M., Naeem, M. A., & Rabbani, M. R. (2025). Evolving dynamics of ecological sustainability: Investigating ESG investments and governance quality in G8 nations. *Journal of the Knowledge Economy*. <https://doi.org/10.1007/s13132-024-02325-w>
- 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>
- Landier, A., & Lovo, S. (2020). ESG investing: How to optimize impact? *HEC Paris Research Paper No. FIN-2020-1363. SSRN Electronic Journal*. <https://ssrn.com/abstract=3508938> or <https://doi.org/10.2139/ssrn.3508938>
- Lindsey, L. A., Pruitt, S., & Schiller, C. (2024). The cost of ESG investing. *SSRN Electronic Journal*. <https://ssrn.com/abstract=3975077> or <https://doi.org/10.2139/ssrn.3975077>
- Long, H., Chiah, M., Cakici, N., Zarembo, A., & Bilgin, M. H. (2024). ESG investing in good and bad times: An international study. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101916. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101916>
- Matos, P. (2020). ESG and responsible institutional investing around the world: A critical review. *CFA Institute Research Foundation*.
- McQuillen, M. J. (2015). ESG portfolios: Changing beliefs, perceptions and goals. In *The future of investing*. ClearBridge Investments.

- Pikatz-Gorrotxategi, N., Borregan-Alvarado, J., & Ruiz-de-la-Torre-Acha, A. (2024). News and ESG investment criteria: What's behind it? *Social Network Analysis and Mining*, 14, 47. <https://doi.org/10.1007/s13278-024-01209-w>
- Quach, T. T., Trübestein, M., & Aepli, M. D. (2024). Analysis II – Experts on the future of European logistics. In *Logistics real estate*. Springer Gabler. https://doi.org/10.1007/978-3-658-42837-2_4
- Quach, T. T., Trübestein, M., & Aepli, M. D. (2024). Investment guide. In *Logistics real estate*. Springer Gabler. https://doi.org/10.1007/978-3-658-42837-2_5
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008a). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008b). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1723–1742.
- Wang, H. (2024). ESG investment preference and fund vulnerability. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103002. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103002>
- Winegarden, W. (2019). Environmental, social and governance investing: An evaluation of the evidence. *Pacific Research Institute*, San Francisco, CA.
- AXA IM. (2021). *AXA WF Euro Sustainable Bonds – ESG Report – Dec 2021*. AXA Investment Managers.
- AXA IM. (2022). *AXA WF Euro Sustainable Bonds – ESG Report – Dec 2022*. AXA Investment Managers.
- AXA IM. (2023). *AXA WF Euro Sustainable Bonds – ESG Report – Dec 2023*. AXA Investment Managers.
- AXA IM. (2024). *AXA WF Euro Sustainable Bonds – ESG Report – Dec 2024*. AXA Investment Managers.
- AXA IM. (2024). *Euro Sustainable Bonds – SFDR Annual Disclosure – Dec 2024*. AXA Investment Managers.
- AXA IM. (2024). *AXA IM World Funds – Prospetto informativo aggiornato ad aprile 2024 (incluso allegato SFDR)*. AXA Investment Managers.
- Euromobiliare Asset Management SGR. (2024). *Euromobiliare Corporate Investment Grade I – Prospetto informativo*. Credem.
- Euromobiliare Asset Management SGR. (2024). *Euromobiliare Corporate Investment Grade I – KID (Key Information Document)*. Credem.

Euromobiliare Asset Management SGR. (2024). *Euromobiliare Corporate Investment Grade I – Factsheet*. Credem.

Euromobiliare Asset Management SGR. (2024). *Euromobiliare Glossario finanziario*. Credem.

Euromobiliare Asset Management SGR. (2024). *Regolamento Unico dei Fondi Euromobiliare*. Credem.

Bottaro, G. (2025). *01 – Survey AXA IM – Risposte individuali (file 01)*. Ricerca interna non pubblicata, Roma.

Bottaro, G. (2025). *02 – Survey AXA IM – Risposte individuali (file 02)*. Ricerca interna non pubblicata, Roma.

AXA IM. (2021). *AXA WF ACT Green Bonds – ESG Report – Dec 2021*. AXA Investment Managers.

AXA IM. (2022). *AXA WF ACT Green Bonds – ESG Report – Dec 2022*. AXA Investment Managers.

AXA IM. (2023). *AXA WF ACT Green Bonds – ESG Report – Dec 2023*. AXA Investment Managers.

AXA IM. (2024). *AXA WF ACT Green Bonds – ESG Report – Dec 2024*. AXA Investment Managers.

AXA IM. (2024). *Green Bonds – SFDR Annual Disclosure – Dec 2024*. AXA Investment Managers.

Angeloni, C. (2025, 20 gennaio). ‘Sustainability Improvers’ starts gaining traction as AXA IM adopts label across two funds. *Investment Week*. Recuperato da <https://www.investmentweek.co.uk/news/4397243/sustainability-improvers-starts-gaining-traction-axa-im-adopts-label-funds>

Lahey, S. (2024, 1 febbraio). AXA IM appoints Thomas Coudert as head of sustainability for core investment platform. *ESG Today*. Recuperato da <https://www.esgtoday.com/axa-im-appoints-thomas-coudert-as-head-of-sustainability-for-core-investment-platform/>

AXA. (2021, 23 marzo). Responsible investing, sustainability and ESG: Debunking the myths. Recuperato da <https://www.axa.com/en/insights/Responsible-investing-sustainability-and-ESG-debunking-the-myths>

AXA IM. (2025). *AXA WF Euro Bonds – ESG Report – Apr 2025*. AXA Investment Managers.

AXA IM. (2025). *AXA WF ACT Green Bonds – ESG Report – Apr 2025*. AXA Investment Managers.

- Segal, M. (2023, 7 settembre). AXA IM appoints ESG investing veteran Jeroen Bos as global head of equities. *ESG Today*. Recuperato da <https://www.esgtoday.com/axa-im-appoints-esg-investing-veteran-jeroen-bos-as-global-head-of-equities/>
- AXA IM. (2018, 17 settembre). AXA Investment Managers boosts its responsible investment (RI) efforts through deeper ESG integration. Recuperato da <https://www.axa-im-usa.com/media-center/axa-investment-managers-boosts-its-responsible-investment-ri-efforts-through-deeper>
- Raso, Y. (2024, 20 settembre). AXA IM's 'secret sauce' delivers 10 years of ESG success. *Financial Newswire*. Recuperato da <https://financialnewswire.com.au/funds-management/axa-ims-secret-sauce-delivers-10-years-of-esg-success/>