

Intervista

Mangilli (Impact Sgr): finanza sostenibile, la credibilità della strategia conta più dell'etichetta

Dario Mangilli

Head of Sustainable Investing
di IMPact SGR



Mentre i volumi complessivi delle emissioni di bond ESG mostrano segni di assestamento a livello globale, la finanza sostenibile sta vivendo una trasformazione strutturale.

I dati raccontano di un riequilibrio che vede l'Europa valere ormai il 58% delle emissioni sostenibili globali, e un Nord America, in cui la pressione politica spinge a ritirarsi soprattutto agenzie governative e municipalità, non i corporate.

Ma la transizione riguarda soprattutto l'approccio degli investitori: il focus si sposta dall'incentivo di prezzo (greenium) e dalla semplice conformità burocratica alla reale sostenibilità degli emittenti.

“Il profilo ESG dell'emittente conta quanto il label dell'obbligazione. Il premio si sta

spostando dallo strumento all'emittente: non si paga più il bollino, ma la credibilità della strategia.” afferma **Dario Mangilli** Head of Sustainable Investing, Impact Sgr, “il valore aggiunto di un labelled bond risiede soprattutto nella maggiore disclosure rispetto all'allocazione dei proventi, così da poterne valutare la coerenza con gli obiettivi di trasformazione dei modelli di business degli emittenti”.

In questa intervista, Mangilli analizza lo stato dell'arte del mercato obbligazionario ESG, l'impatto dei cambiamenti normativi europei, dalle novità della CSRD alla SFDR 2.0, e l'emergere dell'adattamento climatico e della sicurezza energetica quali nuovi parametri di valutazione del valore d'impresa e di rendimento sui mercati. Perché sarà (sempre più)

“chi saprà dimostrare in modo credibile la propria resilienza” ad avere accesso a “capitale più abbondante e meno costoso”.

Nonostante la sempre maggiore necessità di investimenti in transizione e resilienza climatica, il mercato delle emissioni sostenibili non sta crescendo. Come spiega questo fenomeno e quali potranno essere le conseguenze?

Il trend va letto su un orizzonte più ampio. È vero che i volumi annui, attorno ai 900 miliardi di dollari, restano sotto i picchi 2021-2024, ma i green bond hanno registrato nel 2025 il secondo valore di sempre, 653 miliardi, e nel secondo trimestre 2026 il record trimestrale, con 193 miliardi.

Più che una frenata, vedo un riequilibrio geografico: l'Europa vale ormai il 58% delle emissioni sostenibili globali e nel trimestre le sue emissioni green sono cresciute del 34%, mentre il calo si concentra in Nord America, dove la pressione politica alimenta il greenhushing e a ritirarsi sono soprattutto agenzie governative e municipalità, non i corporate.

La conseguenza è un mercato più selettivo: con il greenium compresso, a sostenerlo non è più l'incentivo di prezzo ma la domanda di strumenti credibili

e trasparenti emessi da emittenti solidi e con una strategia chiara.

E nell'economia reale il capitale per la transizione non si ferma: nel 2026 gli investimenti in clean energy superano di oltre due a uno quelli fossili.

Quali sono i principali strumenti di finanza sostenibile a disposizione delle aziende per finanziare la transizione e i progetti di adattamento climatico?

I labelled bond, e i green bond in particolare, restano strumenti molto efficaci per finanziare obiettivi specifici, a maggior ragione con l'European Green Bond Standard, le cui emissioni superavano già i 22 miliardi di euro a inizio 2026.

Al di là del greenium, tema rilevante ma forse fin troppo al centro dell'attenzione, i labelled bonds offrono un quadro di disclosure più completo e maggiori informazioni sull'utilizzo dei proventi, permettendo di valutare con precisione la coerenza tra risorse raccolte e obiettivi strategici dell'azienda.

Anche i transition bonds potrebbero giocare un ruolo crescente, soprattutto in seguito al piano di emissioni di transition bond governativi da parte del Giappone nel 2024, pari a 144 miliardi di dollari su un orizzonte di 10 anni.

La maggior parte dei green bond emessi finora si concentra però sulla mitigazione,

mentre emerge con forza la necessità di investire in resilienza climatica: data la centralità della questione idrica nell'adattamento, i blue bond possono essere considerati a tutti gli effetti resilience bond e mi sembra che l'interesse degli investitori per questo nuovo strumento sia in forte crescita.

La riduzione degli obblighi di reporting prevista dal pacchetto Omnibus rischia di diminuire la disponibilità di informazioni utili agli investitori e può rappresentare un freno?

Il rischio esiste. Con le nuove soglie - oltre 1.000 dipendenti e 450 milioni di fatturato - circa l'80% delle imprese esce dal perimetro della CSRD, e il vuoto informativo colpisce proprio le small e mid cap particolarmente esposte ai rischi fisici, di transizione e alla transizione demografica.

Semplificare è giusto se significa razionalizzare secondo la logica del "meno ma meglio"; è un errore se diventa un modo per eliminare costi e seccature.

Il nodo, però, è culturale: la sostenibilità è stata vissuta come esercizio di reporting. Tocca agli investitori fare il primo passo, ponendo domande ad alta rilevanza strategica: quanto incidono gli eventi estremi sulla produttività, sulla continuità del business, sulla catena di fornitura?

Quali misure di adattamento sono in corso per mitigare questi rischi? Quando le domande diventano rilevanti, generalmente le imprese rispondono.

E chi resta reticente fornisce comunque un'informazione molto materiale sulla qualità del management, che il mercato finirà per prezzare nel costo del capitale.

Dopo il rallentamento normativo in Europa e il crescente dibattito politico sull'ESG, esiste una questione di credibilità della finanza sostenibile agli occhi degli investitori?

Esiste una crisi di credibilità del linguaggio, non della sostanza.

Mentre si parla di crisi degli investimenti sostenibili sui mercati finanziari quotati, gli investimenti in transizione energetica e resilienza stanno aumentando in modo significativo.

La differenza fondamentale è che non sono spinti dalla normativa, per esempio l'effetto netto della SFDR sui flussi di investimento sostenibili è stato sostanzialmente nullo, ma dalla maggiore frequenza e intensità di shock energetici e lungo le catene del valore strategiche. Un esempio concreto, oggi gli investimenti in clean tech, che permettono di ridurre l'esposizione alla volatilità dei prezzi dei combustibili fossili, sono visti soprattutto rispetto al contributo che possono dare

alla stabilizzazione dei prezzi dell'elettricità e migliorare il profilo di sicurezza energetica, più che per l'obiettivo di Net Zero al 2050.

La decarbonizzazione tramite elettrificazione è oggi soprattutto una strategia di sicurezza energetica e competitività tramite stabilizzazione dei prezzi dell'elettricità, più che una strategia climatica.

La SFDR, nata come regime di disclosure, è diventata di fatto un sistema di labelling - e i rating statici, costruiti su dati backward-looking.

Nel frattempo, la realtà degli eventi estremi è già bruscamente entrata nei conti: quest'estate EDF ha tagliato di circa il 10% le attese di utile per siccità e ondate di calore, Covestro ha dichiarato force majeure e le earnings call europee hanno registrato un numero record di riferimenti climatici. Il rischio fisico non ha colore politico.

La credibilità si ricostruisce traducendo la sostenibilità in linguaggio finanziario - flussi di cassa, costo del capitale, target price - e misurando impatti positivi e negativi in termini netti.

La SFDR 2.0, con una categoria dedicata ai fondi d'impatto e soglie minime d'investimento, sembra possa andare nella direzione giusta. Il successo di un quadro normativo deve necessariamente essere misurato anche rispetto alla sua effettiva

capacità di indirizzare gli investimenti verso attività economiche sostenibili strumentali al perseguimento di obiettivi strategici, quali resilienza e sicurezza energetica.

Come sta evolvendo il cosiddetto greenium? Il mercato continua a riconoscere un premio alle emissioni sostenibili o il differenziale rispetto alle emissioni tradizionali si sta riducendo?

Il quadro è meno lineare di quanto sembri. Lo studio Consob sul mercato domestico, oltre 3.300 obbligazioni italiane, rileva in emissione un rendimento dei titoli ESG inferiore di circa un punto percentuale, con un beneficio più marcato per i corporate.

A livello europeo, invece, diversi osservatori segnalano un greenium ormai compresso fin quasi ad annullarsi.

Il dato più interessante è un altro: secondo Consob, il profilo ESG dell'emittente conta quanto il label dell'obbligazione.

Il premio si sta spostando dallo strumento all'emittente: non si paga più il bollino, ma la credibilità della strategia. Questo è coerente anche con quanto detto prima: il valore aggiunto di un labelled bond risiede soprattutto nella maggiore disclosure rispetto all'allocazione dei proventi, così da poterne valutare la coerenza con gli obiettivi di trasformazione dei modelli di business degli emittenti.

È l'evoluzione naturale di un mercato maturo, e il passo successivo è già visibile: con il repricing del rischio fisico, al greenium in contrazione si affiancherà un premio al rischio crescente per gli emittenti più esposti e meno preparati agli eventi estremi.

La resilienza climatica e l'adattamento stanno diventando criteri di investimento di cui è riconosciuta l'importanza o rimane una prevalenza per i progetti di decarbonizzazione? Come stanno cambiando le priorità dei mercati?

Le priorità stanno cambiando, per necessità più che per scelta. Il rapporto ONU di settembre ha chiuso l'era della traiettoria di 1,5°C: l'overshoot è inevitabile e l'adattamento diventa una condizione di continuità operativa.

La spesa per rispondere agli eventi estremi raddoppia ogni decennio e raggiungerà 24.000 miliardi di dollari nel 2026-2035, circa l'1,2% del PIL globale; eppure, i resilience bond restano una quota marginale delle emissioni sostenibili.

Il ritardo ha una radice tecnica: se il rischio climatico viene modellizzato come scenario al 2050, qualunque tasso di sconto ragionevole lo azzerà, pur essendo già nei conti di oggi.

Mitigazione e adattamento non sono

alternativi: la prima riduce il problema, il secondo ne gestisce le conseguenze già in atto.

Per chi investe, l'esposizione a soluzioni di adattamento emerge come driver di performance, perché la spesa di risposta agli eventi estremi riorienta i capitali verso le aziende che le forniscono.

Chi adotta preventivamente misure di adattamento, ha ritorni sugli investimenti estremamente significativi, tenendo in considerazione anche le perdite evitate. La finanza di adattamento sta emergendo in modo evidente come imprescindibile in un contesto di cambiamento climatico accelerato.

Quali asset class offriranno le maggiori opportunità nella prossima fase della finanza sostenibile: infrastrutture resilienti, adattamento climatico, economia circolare, biodiversità o tecnologie per la transizione o altro?

Ragionerei per temi più che per asset class, partendo dai punti in cui shock climatici e catene del valore si incontrano. Anzitutto elettrificazione, reti e accumulo: gli investimenti in reti crescono del 20% annuo e lo storage supera i 100 miliardi di dollari, con costi dimezzati dal 2022.

Poi l'acqua, risorsa che i bilanci non prezzano ancora: lo stress idrico impone già 6,4 miliardi di dollari di costi nascosti

annui ai grandi gruppi zootecnici quotati, e oltre un terzo dei data center europei si trova in aree ad alto stress idrico.

Quindi le infrastrutture resilienti e le soluzioni adaptation-enabling - raffreddamento, gestione idrica, rafforzamento delle reti - e la resilienza agroalimentare. L'economia circolare guadagna rilevanza come risposta alla scarsità degli input, così come la biodiversità e la dipendenza dei modelli di business dai servizi ecosistemici, ad oggi pesantemente sottovalutata.

Qual è la situazione del mercato in Italia? Le aziende tricolore hanno colto le opportunità di finanziamento date dagli strumenti di finanza ESG o potrebbero diventare maggiormente proattive?

L'Italia si muove a due velocità. Il Tesoro è un emittente di riferimento: oltre 60 miliardi di BTP Green collocati fra il 2021 e il 2025, e il nuovo BTP Green 2038 ha raccolto una domanda superiore a 110 miliardi.

Tra i corporate, le utility sono all'avanguardia - A2A ha emesso il primo European Green Bond italiano, Hera l'ha seguita nel 2026 - ma il resto del tessuto produttivo è molto meno attivo.

Le imprese italiane possono e devono diventare più proattive, soprattutto sull'adattamento e in questo l'innovazione di prodotti finanziari incentrati su obiettivi

di adattamento da parte delle banche del territorio è essenziale: la secca del Po e le perdite nelle risaie del vercellese mostrano quanto il Paese sia esposto.

Chi saprà dimostrare in modo credibile la propria resilienza avrà accesso a capitale più abbondante e meno costoso.