Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
Magistrale
in
Amministrazione,
Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Social Bond: Analisi delle Performance e Caso NatWest Group

Relatore
Ch. Prof. Michele Costola

Correlatrice
Ch.ma Prof.ssa Monica Billio

Laureando
Matteo Malgaretto
Matricola 858884

Anno Accademico
2025 / 2026

Ringraziamenti

Al termine di questo percorso, desidero ringraziare tutte le persone che, in modi diversi, mi sono state accanto e hanno contribuito a rendere possibile il raggiungimento di questo traguardo.

Un ringraziamento speciale va a mia mamma e mio papà, per il sostegno che non mi hanno mai fatto mancare, per la fiducia che hanno sempre riposto in me e per avermi accompagnato durante tutto il mio percorso, anche nei momenti più difficili. Questo traguardo è anche vostro. Ringrazio mia sorella, per esserci sempre stata e per la presenza, il sostegno e la complicità che solo una sorella può dare.

Un grazie particolare va alla mia fidanzata, che ha condiviso con me non soltanto le soddisfazioni, ma anche le difficoltà, le preoccupazioni e i momenti di stanchezza di questo percorso. Grazie per la pazienza, per avermi sostenuto e incoraggiato e per essere stata al mio fianco fino alla fine.

Un ringraziamento sincero va anche al Prof. Michele Costola e alla Prof.ssa Monica Billio, per la disponibilità, i consigli e le osservazioni che mi hanno accompagnato nella fase conclusiva di questo lavoro. Il loro contributo mi ha permesso di approfondire e migliorare la tesi, rendendo questo percorso ancora più significativo.

Ringrazio poi i miei amici, quelli di sempre e quelli incontrati lungo il cammino, per i momenti condivisi, per le risate, per il supporto e anche per tutte quelle occasioni in cui sono riusciti a farmi staccare la mente quando ne avevo bisogno.

Infine, voglio dedicare un pensiero a tutte le persone che, anche con un semplice gesto o una parola di incoraggiamento, hanno contribuito in qualche modo a questo percorso.

A tutti voi, grazie.

Indice

Introduzione....1

1. La finanza sostenibile: principi, evoluzione e strumenti 5

1.1 Definizione e fondamenti teorici della finanza sostenibile....5

1.2 Evoluzione storica della finanza sostenibile....7

1.3 La finanza sostenibile nel contesto normativo e istituzionale 9

1.4 Strumenti finanziari sostenibili....14

1.5 Investitori, emittenti e sfide future della finanza sostenibile....16

2. Il Social Bond Framework 19

2.1 Principi e standard per i social bond (Social Bond Principles) 19

2.1.1 Definizione di social bond....21

2.2 I principali attori e il ruolo delle istituzioni 26

2.2.1 Emittenti 27

2.2.2 Investitori....27

2.2.3 Intermediari finanziari 28

2.2.4 Il ruolo delle istituzioni pubbliche....29

2.3 Il processo di emissione di un social bond 30

2.3.1 Identificazione degli obiettivi sociali e dei progetti finanziabili 31

2.3.2 Sviluppo del Social Bond Framework....32

2.3.3 Revisione esterna: second party opinion e altre forme di verifica 32

2.3.4 Strutturazione finanziaria ed emissione di un Social Bond....33

2.3.5 Reporting sull'allocazione e sui risultati sociali....35

2.4 Verifica indipendente: ruolo, ambito e limiti 36

3. Analisi del mercato dei social bond....39

3.1 Dimensioni del mercato e trend di crescita....39

3.1.1 Evoluzione quantitativa del mercato 39

3.1.2 Fattori di crescita 41

3.2 Principali emittenti (pubblici e privati)....45

3.2.1 Emittenti pubblici e sovranazionali 46

3.2.2 Emittenti privati....48

3.3 Tipologie di progetti finanziati (social housing, istruzione, sanità, ecc.) 48

3.4 Impatto e performance....51

3.4.1 Valutazione dell'impatto sociale: metriche e metodologie 51

3.4.2 Analisi della performance finanziaria dei social bond 59

3.4.3 Confronto con altri strumenti di finanza sostenibile: green bond e titoli di Stato.....63
3.5 Considerazioni conclusive.....67
4. Il caso NatWest Group: Social Bond, allocazione e misurazione dell'impatto.....69
4.1 NatWest Group e la strategia di finanza sostenibile.....70
4.1.1 Profilo del gruppo e posizionamento nel mercato britannico.....70
4.1.2 Il ruolo della sostenibilità nella strategia aziendale.....71
4.1.3 I Social Bond nella strategia di finanziamento del gruppo.....73
4.2 Il Sustainable and Transition Financing Framework.....75
4.2.1 Struttura e obiettivi del Framework.....75
4.2.2 Categorie di attività sociali ammissibili.....77
4.2.3 Selezione degli asset, gestione dei proventi e governance.....79
4.2.4 Reporting e verifiche esterne.....81
4.3 Le emissioni sociali e l'allocazione dei proventi.....82
4.3.1 Le principali emissioni di Social Bond.....82
4.3.2 Composizione del portafoglio di attività sociali.....84
4.3.3 Affordable Housing e sostegno alle comunità.....87
4.3.4 Finanziamento delle piccole e medie imprese.....89
4.4 La misurazione dell'impatto sociale.....91
4.4.1 Indicatori e metodologie utilizzati da NatWest.....91
4.4.2 Analisi dei risultati riportati.....93
4.4.3 Limiti nella misurazione e comparabilità dell'impatto.....96
4.5 Valutazione conclusiva del caso NatWest.....97
4.5.1 Punti di forza del modello.....97
4.5.2 Criticità e rischio di social washing.....98
4.5.3 Prospettive future.....99
Conclusione.....102
Bibliografia.....106
Sitografia.....109

Introduzione

Negli ultimi decenni, la sostenibilità ha assunto un ruolo crescente nelle decisioni di imprese, istituzioni finanziarie, autorità pubbliche e investitori. Il cambiamento climatico, l'aumento delle disuguaglianze economiche e sociali, le difficoltà di accesso all'abitazione e ai servizi essenziali e la necessità di sostenere modelli di crescita più inclusivi hanno progressivamente ampliato le aspettative nei confronti del sistema finanziario. Alla tradizionale funzione di raccolta e allocazione delle risorse si è così affiancata l'esigenza di considerare gli effetti ambientali e sociali delle decisioni di investimento e finanziamento, nonché i rischi e le opportunità che tali fattori possono generare nel medio-lungo periodo.

La finanza sostenibile si colloca all'interno di questa evoluzione e comprende strumenti, strategie e processi attraverso i quali i fattori ambientali, sociali e di governance vengono integrati nelle scelte finanziarie. Il suo sviluppo è stato favorito sia dalla crescente attenzione degli investitori verso le conseguenze non strettamente economiche delle proprie decisioni, sia dall'intervento delle istituzioni nazionali e sovranazionali, che hanno progressivamente introdotto principi, obblighi informativi e sistemi di classificazione diretti a migliorare la trasparenza del mercato. In tale contesto si è consolidato il mercato delle obbligazioni tematiche, attraverso le quali la raccolta di capitale viene associata al finanziamento di attività aventi finalità ambientali o sociali definite.

Tra questi strumenti rientrano i social bond, obbligazioni nelle quali un importo equivalente ai proventi netti raccolti viene destinato al finanziamento o al rifinanziamento di progetti e attività finalizzati alla produzione di benefici sociali. Le categorie finanziabili possono comprendere, tra le altre, l'edilizia abitativa accessibile, l'accesso ai servizi essenziali, la creazione o il mantenimento dell'occupazione, il sostegno alle piccole e medie imprese e le iniziative rivolte a gruppi di popolazione vulnerabili o insufficientemente serviti. La qualificazione sociale del titolo non dipende, pertanto, esclusivamente dalle caratteristiche generali dell'emittente, ma dalla coerenza tra utilizzo dei proventi, criteri di ammissibilità, processo di selezione delle attività, gestione delle somme raccolte e rendicontazione successiva.

La crescita del mercato ha reso necessaria la definizione di principi e prassi condivise. I Social Bond Principles elaborati dall'International Capital Market Association rappresentano il principale riferimento volontario e individuano quattro componenti fondamentali: utilizzo dei proventi, processo di valutazione e selezione dei progetti, gestione dei proventi e reporting. A tali elementi si affiancano il ricorso alle revisioni esterne e gli orientamenti in materia di rendicontazione dei risultati sociali. Questi standard hanno contribuito a rafforzare la trasparenza delle emissioni, ma non hanno eliminato le differenze tra framework, metodologie e indicatori adottati dagli emittenti. La natura prevalentemente volontaria delle linee guida, la pluralità degli obiettivi sociali e la diversa disponibilità dei dati continuano infatti a limitare la comparabilità tra strumenti apparentemente simili.

Una delle principali criticità riguarda la misurazione dei risultati sociali. L'allocazione finanziaria può essere ricostruita attraverso le informazioni relative ai proventi raccolti, agli importi allocati e alle attività incluse nel perimetro eleggibile; risulta invece più complesso determinare se il finanziamento abbia prodotto un miglioramento effettivo e duraturo nelle condizioni dei destinatari. Il numero di prestiti concessi, di abitazioni finanziate o di soggetti raggiunti descrive prevalentemente gli output dell'attività. La valutazione degli outcome richiede di osservare i cambiamenti concretamente sperimentati dalla popolazione interessata, mentre la stima dell'impatto presuppone anche una riflessione sul contributo effettivo dell'intervento e sugli effetti che si sarebbero verificati in sua assenza. La sovrapposizione tra questi diversi livelli di analisi può condurre a interpretazioni eccessivamente positive e ridurre la capacità degli investitori e degli altri portatori di interesse di distinguere tra conformità procedurale ed effettiva creazione di valore sociale.

A partire da tali considerazioni, la presente tesi analizza i social bond sotto il profilo strutturale, finanziario e sociale. L'obiettivo principale è comprendere come funzionino questi strumenti e in quale misura i framework, i sistemi di allocazione e la rendicontazione consentano di ricostruire in modo trasparente il collegamento tra le risorse raccolte, le attività finanziate e i risultati dichiarati. La ricerca esamina inoltre le principali caratteristiche del processo di emissione, l'evoluzione del mercato, le metodologie utilizzate per rappresentare la performance sociale e finanziaria e il ruolo svolto dalle verifiche esterne. Particolare attenzione è riservata ai limiti informativi che possono indebolire la credibilità dello strumento e accrescere il rischio di social washing.

La domanda centrale del lavoro riguarda, pertanto, il funzionamento dei social bond e, in particolare, la capacità dei framework, dei sistemi di allocazione e dell'impact reporting di rendere verificabile il percorso che collega l'emissione del titolo alle attività finanziate e ai benefici sociali dichiarati. A questa si affiancano alcune domande specifiche: quali caratteristiche distinguono un social bond da un'obbligazione tradizionale; in che modo vengono selezionate e monitorate le attività finanziabili; quali indicatori consentono di rappresentare i risultati; quali differenze esistono tra allocazione, output, outcome e impatto; quali evidenze emergono in relazione alla performance finanziaria; e quali elementi possono ridurre il rischio di social washing. L'analisi non assume che la presenza di un framework o di un portafoglio di attività idonee dimostri automaticamente l'esistenza di un impatto sociale netto, ma considera tali elementi come componenti di un sistema di governance e trasparenza che deve essere valutato nel suo complesso.

Dal punto di vista metodologico, il lavoro combina l'analisi della letteratura scientifica e dei principali riferimenti istituzionali con un'analisi quantitativo-descrittiva del mercato e con il metodo del caso di studio. La prima parte ricostruisce l'evoluzione della finanza sostenibile, il funzionamento dei social bond e le principali evidenze relative allo sviluppo del mercato, alla composizione degli emittenti, alle categorie finanziate e alla performance degli strumenti. La

parte applicativa approfondisce invece il caso NatWest Group attraverso l'esame dei framework, dei report di allocazione e impatto, delle revisioni esterne e delle altre informazioni pubblicamente disponibili. I dati comunicati dall'emittente vengono inoltre rielaborati mediante indicatori descrittivi, con l'obiettivo di migliorarne la leggibilità e di valutare la coerenza tra obbligazioni in essere, portafogli sociali e risultati rendicontati.

L'impostazione adottata presenta alcuni limiti. L'analisi si fonda prevalentemente su informazioni pubblicate dagli emittenti e validate, soltanto per alcune grandezze, da soggetti esterni; non consente quindi di osservare direttamente le condizioni dei beneficiari né di stimare in termini causali l'effetto dei finanziamenti. I risultati devono essere interpretati come una valutazione della qualità, della trasparenza e della coerenza della rendicontazione, non come una misurazione definitiva dell'impatto sociale prodotto. Allo stesso modo, il lavoro non formula un giudizio sulla qualità creditizia o sulla convenienza finanziaria dei singoli titoli, ma si concentra sul funzionamento dello strumento e sulla capacità delle informazioni disponibili di supportare una valutazione consapevole.

Per approfondire concretamente tali aspetti, la tesi presenta il caso di NatWest Group, gruppo bancario commerciale britannico attivo nel mercato delle obbligazioni verdi, sociali e di sostenibilità. Il caso è stato selezionato perché consente di osservare l'applicazione dei social bond da parte di un emittente bancario privato e perché il Gruppo mette a disposizione una documentazione pubblicamente accessibile e relativamente articolata sull'allocazione dei proventi, sulla composizione dei portafogli e sugli indicatori sociali. L'analisi si concentra in particolare sulle attività riconducibili all'edilizia abitativa accessibile e al finanziamento delle imprese guidate da donne.

Il caso NatWest non viene assunto come rappresentativo dell'intero mercato dei social bond, caratterizzato da una significativa eterogeneità di emittenti, categorie progettuali e modalità di gestione dei proventi. Le caratteristiche del programma, inclusa la particolare rilevanza attribuita all'affordable housing, riflettono la strategia, il mercato di riferimento e la composizione del portafoglio del Gruppo. NatWest non costituisce, pertanto, il centro esclusivo del lavoro, ma rappresenta l'applicazione empirica attraverso cui approfondire le questioni teoriche e metodologiche sviluppate nei capitoli precedenti.
La tesi è articolata in quattro capitoli. Il primo capitolo presenta i fondamenti della finanza sostenibile, ricostruendone l'evoluzione storica e normativa e illustrando i principali strumenti attraverso i quali i fattori ESG vengono incorporati nelle decisioni finanziarie. L'analisi considera inoltre il ruolo degli investitori, degli emittenti e delle istituzioni, evidenziando le opportunità e le criticità connesse alla crescita del settore.

Il secondo capitolo approfondisce il funzionamento dei social bond. Dopo averne definito le caratteristiche essenziali e i principali attori coinvolti, vengono analizzati i Social Bond Principles, le fasi del processo di emissione, la selezione delle attività ammissibili, la gestione dei proventi, le forme di revisione esterna e gli impegni di reporting assunti dagli emittenti.

Una specifica attenzione è riservata alla rendicontazione dei risultati e alla distinzione tra indicatori di allocazione, output, outcome e impatto.

Il terzo capitolo esamina l'evoluzione del mercato dei social bond, le dimensioni raggiunte, le principali tipologie di emittenti e le categorie di progetti finanziati. La trattazione considera sia la performance sociale, attraverso l'analisi delle metriche e delle metodologie di valutazione, sia la performance finanziaria, esaminando le evidenze disponibili sul comportamento dei titoli e sul confronto con le altre obbligazioni sostenibili. Tale passaggio consente di collegare la struttura teorica dello strumento alle dinamiche effettive del mercato e di individuare le aree nelle quali la disponibilità, la qualità e la comparabilità dei dati risultano ancora insufficienti.

Il quarto capitolo è dedicato al caso NatWest Group. Dopo un inquadramento della strategia di sostenibilità e del framework adottato dal Gruppo, vengono analizzate le emissioni sociali, la composizione dei portafogli, i criteri di allocazione e gli indicatori utilizzati per rappresentare i risultati. La parte conclusiva valuta i punti di forza del modello, le criticità nella misurazione e nella comparabilità dell'impatto, il ruolo delle verifiche esterne, il rischio di social washing e le possibili aree di miglioramento.

Nel suo insieme, il lavoro intende fornire una lettura critica, ma non riduttiva, dei social bond. Questi strumenti possono contribuire a orientare risorse finanziarie verso attività di rilevanza sociale e a rafforzare la trasparenza sull'impiego dei capitali raccolti. La loro credibilità dipende tuttavia dalla chiarezza dei criteri di ammissibilità, dalla continuità dei controlli, dalla riconciliabilità dei dati e dalla capacità di affiancare agli indicatori finanziari e operativi informazioni più significative sui cambiamenti prodotti per i destinatari. Il valore del social bond non risiede quindi soltanto nell'etichetta attribuita all'emissione, ma nella qualità del processo che collega strategia, selezione delle attività, allocazione, misurazione dei risultati, verifica e rendicontazione nel tempo.

1. La finanza sostenibile: principi, evoluzione e strumenti

1.1 Definizione e fondamenti teorici della finanza sostenibile

La finanza sostenibile costituisce oggi uno dei pilastri concettuali e operativi attraverso cui i sistemi economici avanzati cercano di rispondere alle sfide poste dai cambiamenti climatici, dalle disuguaglianze sociali e dalle trasformazioni della governance d'impresa, attribuendo al capitale finanziario un ruolo attivo nel promuovere uno sviluppo più equilibrato e resiliente[1]. Essa si configura come un'evoluzione dell'approccio finanziario tradizionale, prevalentemente fondato sulla relazione tra rischio e rendimento, attraverso l'integrazione sistematica dei fattori ambientali, sociali e di governance e l'adozione di una prospettiva di medio-lungo periodo.

In termini teorici, la finanza sostenibile può essere definita come l'insieme delle attività finanziarie che incorporano sistematicamente considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi decisionali relativi agli investimenti, al finanziamento e alla gestione del rischio[2]. Tale definizione riflette un progressivo superamento della separazione tra dimensione finanziaria e dimensione etica dell'attività economica, riconoscendo che le scelte di allocazione del capitale producono effetti rilevanti sull'economia reale e sul benessere collettivo.

Il fondamento concettuale della finanza sostenibile è strettamente legato al concetto di sviluppo sostenibile, emerso nel dibattito economico internazionale a partire dagli anni Ottanta. Secondo l'impostazione consolidata, lo sviluppo sostenibile implica la capacità di soddisfare i bisogni della generazione presente senza compromettere le possibilità delle generazioni future[3]. Applicata alla finanza, questa visione attribuisce al sistema finanziario un ruolo attivo nel sostenere modelli di crescita compatibili con i limiti ambientali e sociali del pianeta.

I criteri ESG rappresentano la traduzione operativa di tali principi all'interno dei mercati finanziari. Il fattore ambientale include tutte le variabili connesse all'impatto delle attività economiche sull'ambiente naturale, come le emissioni di gas a effetto serra, l'efficienza energetica, l'utilizzo delle risorse idriche e la gestione dei rifiuti. Il fattore sociale riguarda invece le relazioni tra l'impresa e i suoi stakeholder, comprendendo aspetti quali le condizioni di lavoro, la tutela dei diritti umani, la salute e sicurezza dei lavoratori, nonché il contributo allo sviluppo delle comunità locali. Infine, il fattore di governance si riferisce ai meccanismi di direzione, controllo e incentivazione dell'impresa[4], includendo la composizione degli

[1] European Commission (2018), Action Plan on Financing Sustainable Growth.

[2] OECD (2020), Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies.

[3] World Commission on Environment and Development, Our Common Future, Oxford University Press, Oxford, 1987.

[4] United Nations, Principles for Responsible Investment, New York, 2006.

organi societari, la trasparenza informativa, la gestione dei conflitti di interesse e l'etica aziendale.

Numerosi contributi accademici hanno sottolineato come l'integrazione dei fattori ESG non rappresenti una deviazione rispetto agli obiettivi di efficienza dei mercati finanziari, ma piuttosto un loro rafforzamento. L'attenzione agli aspetti non finanziari consente infatti di cogliere rischi e opportunità che non emergono dalle analisi puramente quantitative, migliorando la qualità complessiva delle decisioni di investimento[5].

Nel contesto dei mercati finanziari contemporanei, i fattori ESG hanno assunto una crescente rilevanza economica e finanziaria, divenendo parte integrante dei processi di valutazione degli investimenti. Tale evoluzione è riconducibile a una pluralità di fattori strutturali, tra cui l'aumento dei rischi climatici, l'intensificarsi delle pressioni regolamentari, la maggiore consapevolezza degli investitori e la progressiva disponibilità di dati non finanziari.

Dal punto di vista economico, i fattori ESG sono sempre più considerati come determinanti della creazione e della distruzione di valore nel medio-lungo periodo. I rischi ambientali, ad esempio, possono tradursi in costi economici significativi sotto forma di sanzioni normative, danni reputazionali o perdita di competitività. Allo stesso modo, una gestione inadeguata delle tematiche sociali può esporre le imprese a conflitti con i lavoratori, interruzioni della produzione o boicottaggi da parte dei consumatori.

In ambito finanziario, l'attenzione ai fattori ESG può contribuire a una valutazione più completa del profilo di rischio-rendimento degli investimenti. Alcuni studi hanno rilevato un'associazione tra profili ESG più solidi e livelli di rischio più contenuti, pur evidenziando che i risultati dipendono dal periodo analizzato, dalla metodologia utilizzata e dalle caratteristiche del campione[6].

Un ulteriore elemento di rilievo è rappresentato dal ruolo dei fattori ESG nella determinazione del costo del capitale. Le imprese che dimostrano un impegno credibile in ambito ambientale e sociale possono beneficiare di un migliore accesso ai mercati finanziari e di condizioni di finanziamento più favorevoli, in virtù della riduzione del rischio percepito da parte degli investitori.

In questo senso, i fattori ESG non devono essere interpretati esclusivamente come vincoli, ma anche come potenziali driver di innovazione e competitività. L'investimento in tecnologie sostenibili, capitale umano e sistemi di governance efficaci può infatti generare vantaggi competitivi duraturi, contribuendo a una crescita economica più equilibrata e inclusiva.

---

[5] Friede, G., Busch, T., & Bassen, A., "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies", Journal of Sustainable Finance & Investment, vol. 5, n. 4, 2015, pp. 210–233.

[6] Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z. e Nishikawa, L., "Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance", The Journal of Portfolio Management, vol. 45, n. 5, 2019

1.2 Evoluzione storica della finanza sostenibile

L'attenzione verso un approccio responsabile agli investimenti affonda le proprie radici in una tradizione storica di lunga durata. Già nelle antiche tradizioni religiose si svilupparono principi etici applicati alle attività economiche, alla concessione del credito e all'utilizzo delle risorse. Tali principi miravano a limitare comportamenti considerati moralmente inaccettabili e, in epoca moderna, hanno contribuito anche alla definizione di criteri di esclusione riferiti a settori controversi, come il commercio di alcol, il gioco d'azzardo, il tabacco e la pornografia. Queste pratiche possono essere considerate antecedenti dell'attuale Socially Responsible Investing (SRI), ossia un approccio che affianca alla ricerca del rendimento economico valutazioni di natura etica e sociale[7].

Tuttavia, lo sviluppo di pratiche di investimento responsabile non si è limitato esclusivamente all'ambito religioso. Nel corso dei secoli, anche i movimenti sociali hanno svolto un ruolo rilevante nel promuovere il cambiamento attraverso scelte di investimento coerenti con specifici valori. Un esempio significativo è rappresentato dal Medioevo, periodo in cui la Chiesa cattolica condannò l'usura, influenzando profondamente le dinamiche finanziarie e le modalità di concessione del credito. Tale posizione trovò una formalizzazione istituzionale nel Secondo Concilio Lateranense del 1139, che sancì ufficialmente il divieto dell'usura, contribuendo a definire i confini etici dell'attività economica dell'epoca[8].

Un ulteriore caso emblematico è quello dei "quaccheri", appartenenti alla Società degli Amici, che a partire dal XVII secolo si distinsero per una forte opposizione alla guerra e alla tratta degli schiavi. Attraverso le loro scelte economiche e finanziarie, i quaccheri promossero una visione alternativa dell'attività economica, fondata sul rispetto della dignità umana e sulla responsabilità sociale[9]. Il loro impegno ebbe un impatto duraturo, contribuendo a plasmare una progressiva evoluzione della coscienza collettiva e ponendo le basi per lo sviluppo del movimento abolizionista nei primi decenni del XIX secolo.

L'evoluzione della finanza sostenibile può essere letta come la prosecuzione e la sistematizzazione di queste esperienze storiche, maturando nel tempo in un processo graduale e multilivello fino ad arrivare ai primi anni Novanta. Nel corso del XX secolo si sono registrati significativi avanzamenti nel riconoscimento dei diritti delle donne. Il percorso volto all'affermazione formale della parità giuridica e sociale tra donne e uomini ha conosciuto un momento di particolare rilevanza negli anni Settanta, periodo in cui le rivendicazioni femminili hanno contribuito a promuovere una maggiore inclusione delle donne nella sfera sociale ed economica. Nonostante tali progressi, la questione della parità di genere continua a rappresentare una sfida centrale nel dibattito contemporaneo. Nel nuovo secolo, tale tema si è ulteriormente ampliato e sistematizzato attraverso il concetto di gender equality, riconosciuto

---

[7] Sparkes, R., Socially Responsible Investment: A Global Revolution, Chichester, John Wiley & Sons, 2002.

[8] Noonan, J. T., *The Scholastic Analysis of Usury*, Harvard University Press, Cambridge, 1957.

[9] Sparkes, R., Socially Responsible Investment: A Global Revolution, John Wiley & Sons, Chichester, 2002.

come uno dei 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) definiti nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile adottata nel 2015[10].

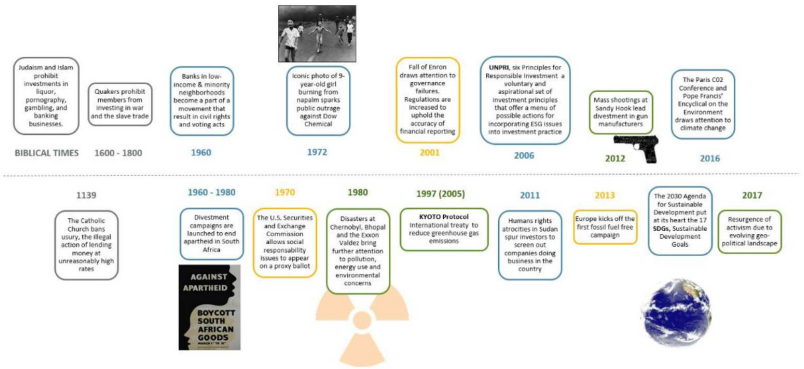
Negli ultimi decenni, l'approccio etico tradizionale ha lasciato progressivamente spazio a una visione più integrata. L'attenzione si è spostata anche sui problemi ambientali e sulla necessità di proteggere le risorse naturali, mentre la sostenibilità ha iniziato a essere considerata un fattore rilevante per la performance economico-finanziaria. In questo periodo si assiste alla nascita dei primi indici azionari sostenibili e alla diffusione di strategie di investimento responsabile fondate sull'analisi ESG.

Un momento di svolta significativo è rappresentato dall'adozione dei Principles for Responsible Investment promossi dalle Nazioni Unite nel 2006, che hanno contribuito a diffondere l'idea che l'integrazione dei fattori ESG sia compatibile con i doveri fiduciari degli investitori istituzionali[11].

Inoltre, la corporate governance ha assunto un ruolo sempre più centrale quale strumento di mitigazione dei rischi economici e reputazionali, soprattutto in seguito alle crisi finanziarie e agli scandali societari emersi nei primi anni Duemila. In questo contesto, gli investitori hanno rafforzato le proprie attività di engagement e di stewardship nei confronti delle imprese partecipate, esercitando un'influenza attiva sui processi decisionali e incoraggiando l'adozione di strategie orientate all'innovazione, alla ricerca e a modelli di sviluppo coerenti con i principi della sostenibilità.

Le principali tappe dell'evoluzione storico-legislativa degli investimenti sostenibili sono sintetizzate nella Figura 1.1.

Figura 1.1 – Principali tappe dell'evoluzione degli investimenti responsabili



Fonte: Global Thinking Foundation, L'evoluzione nel tempo degli investimenti responsabili, contributo di Laura Nateri.

[10] United Nations, Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development, New York, 2015.

[11] United Nations, Principles for Responsible Investment, New York, 2006.

Nel loro insieme, le trasformazioni intervenute nell'ambito dell'investimento responsabile si sono inserite nel più ampio percorso internazionale culminato, nel 2015, nell'adozione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals – SDGs), rappresentati nella Figura 1.2. I diciassette obiettivi delineano un quadro di riferimento condiviso per promuovere un modello di sviluppo più equo e sostenibile, favorendo l'integrazione della sostenibilità in una pluralità di ambiti economici, sociali e ambientali. L'adozione degli SDGs rappresenta pertanto un passaggio significativo verso l'affermazione di un approccio globale e sistemico allo sviluppo sostenibile, con rilevanti implicazioni anche per le decisioni di investimento e per l'allocazione delle risorse finanziarie.

Figura 1.2 – I 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030



Fonte: Nazioni Unite, The Global Goals for Sustainable Development, 2015.

1.3 La finanza sostenibile nel contesto normativo e istituzionale

Negli ultimi anni, la finanza sostenibile ha assunto una rilevanza crescente anche sul piano normativo e istituzionale. Le autorità pubbliche riconoscono infatti il ruolo cruciale della finanza nel sostenere la transizione verso un modello di sviluppo sostenibile, orientando i flussi di capitale verso attività coerenti con gli obiettivi ambientali e sociali.

Tra le iniziative più rilevanti si collocano:

1. Kyoto Protocol (1997): Il Protocollo di Kyoto ha introdotto un quadro di cooperazione internazionale volto al contrasto dei cambiamenti climatici, contribuendo a rafforzare l'attenzione nei confronti degli effetti ambientali delle attività antropiche, incluse quelle riconducibili al settore produttivo e imprenditoriale[12].

[12] United Nations Framework Convention on Climate Change, Kyoto Protocol to the United Nations Framework Convention on Climate Change, Kyoto, 1997.

2. Global Reporting Initiative (1997): la GRI è stata costituita con l'obiettivo di sviluppare un quadro condiviso per la rendicontazione degli impatti economici, ambientali e sociali delle organizzazioni. La prima versione delle linee guida è stata pubblicata nel 2000 e il sistema si è successivamente evoluto negli attuali GRI Standards[13].

3. United Nations Global Compact (2000): Il Global Compact è un programma delle Nazioni Unite finalizzato a incentivare comportamenti aziendali responsabili. L'adesione a questa iniziativa comporta l'assunzione di un impegno volontario da parte delle imprese al rispetto di dieci principi fondamentali relativi ai diritti umani, alle condizioni di lavoro, alla tutela dell'ambiente e alla prevenzione della corruzione[14].

4. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010): la Section 1502 ha previsto specifici obblighi informativi per determinate società che utilizzano minerali necessari alla produzione dei propri beni, richiedendo di verificare e comunicare se tali minerali provengano dalla Repubblica Democratica del Congo o dai Paesi confinanti. La disposizione è finalizzata ad accrescere la trasparenza delle catene di approvvigionamento potenzialmente collegate al finanziamento dei conflitti[15].

A livello internazionale, nel 2015 l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e l'Accordo di Parigi sul clima hanno fornito un quadro di riferimento condiviso, evidenziando la necessità di mobilitare risorse finanziarie su larga scala per affrontare le sfide globali[16].

In merito alla finanza sostenibile, la Commissione europea ha istituito, nel dicembre 2016, un gruppo di esperti di alto livello denominato High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG), con il compito di elaborare una strategia europea volta a integrare la sostenibilità nel sistema finanziario. Nel gennaio 2018, l'HLEG ha presentato il rapporto conclusivo, intitolato "Financing a Sustainable European Economy", che ha fornito le basi concettuali e operative per l'azione della Commissione in questo ambito[17]. A partire dalle raccomandazioni contenute nel rapporto, è stato successivamente definito il cosiddetto Action Plan on Financing Sustainable Growth, finalizzato a sostenere il conseguimento degli impegni internazionali assunti dall'Unione Europea nell'ambito dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

---

[13] Global Reporting Initiative, *GRI 1: Principi di rendicontazione 2021*, Amsterdam, Global Reporting Initiative, 2021.

[14] United Nations Global Compact, The Ten Principles of the UN Global Compact, New York, 2000.

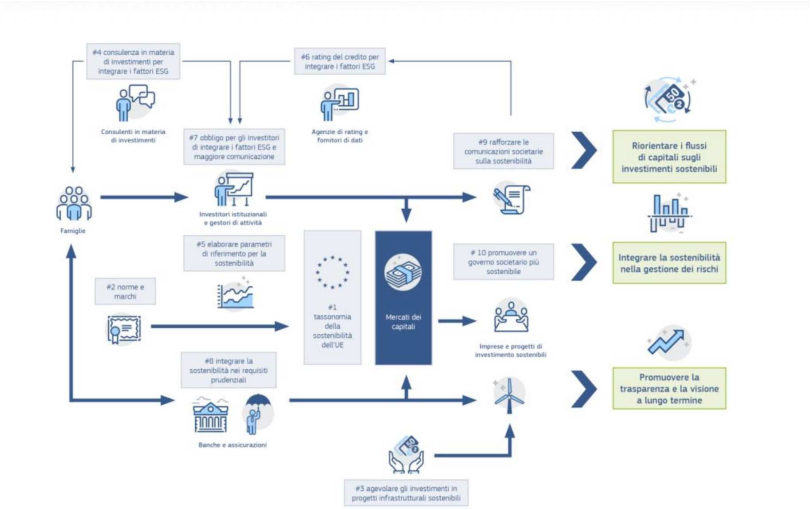
[15] U.S. Securities and Exchange Commission, Conflict Minerals, Final Rule, 2012

[16] United Nations, *Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, New York, 2015; United Nations Framework Convention on Climate Change, *Paris Agreement*, Paris, 2015.

[17] European Commission, Financing a Sustainable European Economy: Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Brussels, 2018.

Il Piano d'Azione comprende un insieme articolato di interventi, sia di natura legislativa sia non legislativa, con l'obiettivo di favorire lo sviluppo della finanza sostenibile attraverso una revisione organica del quadro regolamentare europeo. Le relative aree di intervento sono sintetizzate nella Figura 1.3[18].

Figura 1.3 – Azioni e obiettivi del Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile



Fonte: Commissione europea, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COM(2018) 97 final, 2018.

Le misure delineate nel Piano si fondano su tre direttrici strategiche principali:

- riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, al fine di ridurre il divario esistente tra l'Unione Europea e il raggiungimento degli obiettivi internazionali di sviluppo sostenibile;
- integrare i fattori di sostenibilità nella gestione dei rischi finanziari, in particolare quelli connessi ai cambiamenti climatici e alle problematiche di natura sociale;
- rafforzare la trasparenza delle attività di investimento, consentendo agli investitori di assumere decisioni consapevoli e responsabili, tenendo conto degli impatti e degli obiettivi di lungo periodo legati alla sostenibilità.

Di seguito vengono analizzati in modo sistematico i dieci ambiti di intervento previsti dal Piano d'Azione.

1. **Istituzione di un sistema unico di classificazione delle attività sostenibili (Tassonomia UE).**
   Il primo pilastro del Piano d'Azione riguarda la definizione di una tassonomia europea, intesa come una classificazione condivisa e coerente delle attività economiche sostenibili.

[18] European Commission, Action Plan: Financing Sustainable Growth, COM(2018) 97 final, Brussels, 2018.

L'obiettivo è fornire una definizione univoca del concetto di "sostenibilità", individuando criteri chiari sulla base dei quali un investimento possa essere qualificato come sostenibile[19]. Tale standardizzazione consente agli investitori di confrontare in modo più agevole e trasparente i diversi prodotti finanziari, facilitando scelte di investimento coerenti con le proprie preferenze ESG. Inoltre, l'introduzione di una classificazione ufficiale contribuisce a contrastare il fenomeno del greenwashing, ossia la pratica di presentare come sostenibili prodotti o attività che non generano un contributo reale agli obiettivi di sostenibilità. Considerata l'elevata complessità tecnica della materia, la Commissione europea ha concentrato l'elaborazione della tassonomia sulla dimensione ambientale; una tassonomia sociale europea non è stata, ad oggi, formalmente adottata. A supporto di tale processo è stato istituito il Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), composto da esperti provenienti dal mondo accademico, dal settore privato, dalle ONG e dagli organismi di standardizzazione, con il compito di collaborare con la Commissione per garantire solidità e coerenza del framework.

2. **Definizione di standard e marchi per i prodotti finanziari sostenibili (ecolabel).**
   Un secondo intervento riguarda la creazione di standard e marchi di qualità per i prodotti finanziari sostenibili, basati sulla tassonomia UE. L'introduzione di ecolabel mira a rendere più immediata l'identificazione dei prodotti sostenibili, a rafforzare la fiducia degli investitori e a ridurre il rischio di pratiche ingannevoli. Un esempio rilevante è rappresentato dall'etichetta "verde" per le obbligazioni, che segnala la destinazione dei capitali raccolti al finanziamento di progetti con benefici ambientali.

3. **Incentivare gli investimenti in progetti sostenibili.**
   Il Piano d'Azione punta a favorire il convogliamento dei flussi di capitale verso iniziative sostenibili, con l'obiettivo di sostenere la transizione dell'economia europea verso un modello di sviluppo più resiliente e a basse emissioni.

4. **Integrazione dei criteri di sostenibilità nella consulenza finanziaria.**
   Un ruolo centrale è attribuito alla consulenza finanziaria, chiamata a integrare i fattori ESG nel processo di valutazione dell'adeguatezza dei prodotti offerti ai clienti. In tale prospettiva si collocano le modifiche introdotte alle direttive MiFID II e IDD, che richiedono alle imprese di investimento e alle compagnie assicurative di considerare le preferenze di sostenibilità dei clienti lungo l'intero processo di selezione e raccomandazione dei prodotti finanziari[20].

5. **Sviluppo di indici di riferimento sostenibili.**
   Il Piano promuove l'elaborazione di benchmark ESG, al fine di accrescere la trasparenza

[19] European Parliament and Council of the European Union, Regulation (EU) 2020/852 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment, 2020.

[20] European Commission, Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253; European Commission, Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1257, Brussels, 2021.

delle metodologie di costruzione degli indici e fornire strumenti di riferimento più coerenti con gli obiettivi di sostenibilità.

6. **Maggiore integrazione della sostenibilità nei rating e nella ricerca finanziaria.**
   L'inclusione sistematica dei fattori ambientali, sociali e di governance nelle valutazioni delle società e nelle attività di ricerca di mercato è considerata essenziale per orientare i flussi di capitale verso imprese e progetti sostenibili.

7. **Chiarimento degli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori.**
   Il Piano d'Azione mira a chiarire in quale modo gli investitori istituzionali e i gestori di attività debbano integrare le considerazioni di sostenibilità nei processi decisionali e nella gestione dei rischi. Esso prevede inoltre una maggiore trasparenza verso gli investitori finali sulle modalità con cui i fattori e i rischi di sostenibilità vengono incorporati nelle decisioni di investimento.

8. **Integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali.**
   Un ulteriore obiettivo riguarda l'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi di gestione del rischio e nel quadro prudenziale applicabile alle banche e alle compagnie di assicurazione dell'Unione europea. Il Piano d'azione prevedeva inoltre di valutare se, e in quale misura, tali rischi potessero giustificare una diversa calibrazione dei requisiti patrimoniali, purché fondata su evidenze empiriche e compatibile con la tutela della stabilità finanziaria.

9. **Rafforzamento della disclosure e della comunicazione sulla sostenibilità.**
   Il Piano promuove una maggiore trasparenza informativa e una visione di lungo termine delle attività economiche, rafforzando la rendicontazione aziendale in materia ESG. Una comunicazione più strutturata consente agli investitori di valutare in modo più accurato i rischi e il valore prospettico delle imprese. In tale ambito si collocano gli obblighi previsti dalla Direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione delle informazioni non finanziarie[21]. La disciplina è stata successivamente ampliata dalla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che ha rafforzato e reso maggiormente standardizzati gli obblighi di rendicontazione attraverso gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS).

10. **Promozione di una governance sostenibile.**
    Infine, il Piano d'Azione incentiva l'adozione di modelli di governance aziendale orientati al lungo periodo e coerenti con i principi ESG. La Commissione ha posto l'attenzione sulla necessità di strategie di sostenibilità e di pratiche di due diligence nelle catene di approvvigionamento, evidenziando come una focalizzazione eccessiva su obiettivi di breve termine possa portare i manager a trascurare rischi e opportunità legati alla sostenibilità.

[21] European Parliament and Council of the European Union, Directive 2014/95/EU as regards Disclosure of Non-Financial and Diversity Information, 2014.

Nel suo complesso, il Piano d'Azione si configura come un quadro di riferimento per gli Stati membri volto a favorire una gestione più sostenibile del sistema finanziario europeo. A sostegno di tale processo, l'European Banking Authority (EBA) ha progressivamente sviluppato il quadro di gestione e supervisione prudenziale dei rischi ESG, attraverso obblighi informativi, linee guida e valutazioni sulla loro integrazione nei processi di controllo degli intermediari[22].

1.4 Strumenti finanziari sostenibili

Lo sviluppo della finanza sostenibile si è accompagnato alla creazione di una vasta gamma di strumenti finanziari dedicati. In particolare, il mercato ha progressivamente ampliato la tradizionale valutazione basata sul rapporto rischio-rendimento, introducendo strumenti che collegano la destinazione dei proventi o alcune caratteristiche finanziarie al perseguimento di obiettivi di sostenibilità definiti e rendicontati. Le obbligazioni sostenibili rappresentano una delle principali espressioni di questa evoluzione: esse consentono agli emittenti di raccogliere capitali sul mercato obbligazionario e agli investitori di orientare una parte delle proprie risorse verso attività con finalità ambientali o sociali, mantenendo al contempo le caratteristiche tipiche di un titolo di debito.

Tra questi, i green bond rappresentano una delle innovazioni più significative della finanza sostenibile, consentendo agli emittenti di raccogliere capitali associati al finanziamento o al rifinanziamento di progetti con specifici benefici ambientali.

I **green bond** sono obbligazioni per le quali un importo equivalente ai proventi netti dell'emissione è destinato esclusivamente al finanziamento o al rifinanziamento di progetti con benefici ambientali. L'elemento distintivo è il vincolo di destinazione dei fondi (use of proceeds)[23].

Caratteristiche chiave:

- Finalità ambientale esclusiva: energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione delle risorse idriche, mobilità sostenibile, mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici.
- Tracciabilità dei fondi: l'emittente deve dimostrare che le risorse raccolte siano effettivamente allocate a progetti "verdi".
- Rendicontazione dei risultati: è raccomandato, ove possibile, l'utilizzo di indicatori quantitativi e di metodologie trasparenti per rappresentare i benefici ambientali attesi o conseguiti (es. riduzione delle emissioni di CO_2).

[22] European Banking Authority, Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms, Paris, 2021.

[23] ICMA, Green Bond Principles, June 2025.

- Rendicontazione periodica: reporting sull'allocazione dei proventi e sui risultati ambientali.

Accanto ai green bond si sono affermati i social bond, i sustainability bond e i sustainability-linked bond, che presentano caratteristiche differenti ma condividono l'obiettivo di allineare le decisioni finanziarie a obiettivi di sostenibilità verificabili.

I **social bond** si collocano all'interno della stessa logica dei green bond, ma si distinguono per il loro orientamento verso obiettivi di natura sociale. Attraverso questi strumenti, i capitali raccolti vengono destinati al finanziamento di progetti volti a migliorare il benessere delle persone e delle comunità, come l'accesso ai servizi essenziali – sanità, istruzione e abitazioni a costi sostenibili – oppure iniziative di inclusione finanziaria, sostegno alle fasce più vulnerabili della popolazione e promozione dell'occupazione e dello sviluppo economico locale[24].

Analogamente a quanto avviene per i green bond, anche nei social bond l'elemento centrale è rappresentato dalla destinazione di un importo equivalente ai proventi netti dell'emissione al finanziamento o al rifinanziamento di progetti sociali eleggibili. A ciò si affianca l'impegno a rendere trasparente l'allocazione delle risorse e, ove possibile, a utilizzare indicatori idonei a rappresentare i risultati sociali attesi o osservati. La crescente diffusione dei social bond, in particolare in risposta a crisi sistemiche come la pandemia o altri shock sociali, ha contribuito a rafforzare l'idea che la sostenibilità non possa essere ridotta alla sola dimensione ambientale, ma debba necessariamente includere anche quella sociale.

I **sustainability bond** rappresentano un'evoluzione ulteriore, in quanto combinano le caratteristiche dei green bond e dei social bond all'interno di un unico strumento. I proventi raccolti possono infatti essere utilizzati sia per il finanziamento di progetti ambientali sia per iniziative a impatto sociale, purché entrambe le tipologie rientrino in un quadro di sostenibilità chiaramente definito dall'emittente[25].

Questa impostazione consente una maggiore flessibilità nell'allocazione dei fondi, permettendo agli emittenti di sostenere più dimensioni della sostenibilità contemporaneamente, senza rinunciare alla trasparenza e alla rendicontazione degli impatti. I sustainability bond risultano quindi particolarmente coerenti con strategie ESG di più ampio respiro e riflettono una visione integrata dello sviluppo sostenibile, in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) promossi dalle Nazioni Unite.

I **sustainability-linked bond (SLB)** segnano un cambiamento concettuale rilevante rispetto alle obbligazioni basate sulla destinazione vincolata dei proventi. In questo caso, infatti, i fondi raccolti non sono necessariamente destinati al finanziamento di specifici progetti sostenibili. La performance di sostenibilità dell'emittente viene invece misurata attraverso uno

[24] ICMA, Social Bond Principles, June 2025.

[25] ICMA, Sustainability Bond Guidelines, June 2021.

o più Key Performance Indicators (KPI), ai quali sono associati specifici Sustainability Performance Targets (SPT), definiti prima dell'emissione[26].

Il meccanismo prevede che il raggiungimento o il mancato raggiungimento degli obiettivi stabiliti possa determinare una variazione delle caratteristiche finanziarie o strutturali del titolo, secondo quanto previsto dalla documentazione contrattuale. Una delle conseguenze più frequenti è l'aumento della cedola riconosciuta agli investitori in caso di mancato conseguimento degli SPT, ma possono essere previsti anche meccanismi differenti. In questo modo, l'attenzione non è rivolta alla destinazione dei proventi a singoli progetti, bensì alla performance complessiva dell'emittente rispetto a specifici obiettivi di sostenibilità, introducendo un incentivo economico al loro raggiungimento.

1.5 Investitori, emittenti e sfide future della finanza sostenibile

Gli investitori occupano una posizione centrale nello sviluppo e nel consolidamento della finanza sostenibile, poiché le loro decisioni di allocazione del capitale non si limitano a riflettere le dinamiche di mercato, ma contribuiscono attivamente a orientare i comportamenti delle imprese. Attraverso la selezione dei titoli, la definizione di criteri ESG nei portafogli e l'esclusione di attività considerate non sostenibili, gli investitori possono premiare le imprese più virtuose e penalizzare quelle che presentano pratiche non allineate agli obiettivi di sostenibilità. In questo modo, la stessa sostenibilità diventa un fattore rilevante nella valutazione del rischio e delle prospettive di lungo periodo.

Un ruolo particolarmente significativo è svolto dagli investitori istituzionali, come fondi pensione, fondi comuni di investimento e compagnie assicurative, che gestiscono ingenti masse di capitale e hanno orizzonti temporali di lungo periodo. Questi soggetti dispongono di strumenti di engagement che consentono loro di esercitare un'influenza diretta sulla governance e sulle strategie aziendali. L'engagement può assumere diverse forme, tra cui il dialogo con il management, il voto in assemblea e la presentazione di proposte su tematiche ambientali, sociali e di governance. Attraverso tali strumenti, gli investitori istituzionali possono promuovere una gestione più responsabile, incoraggiando le imprese ad adottare politiche di sostenibilità più strutturate e trasparenti[27].

Dal punto di vista degli emittenti, l'adozione di strategie di sostenibilità rappresenta sempre più una risposta alle crescenti aspettative del mercato, dei regolatori e della società civile. Le imprese sono chiamate a dimostrare non solo la propria capacità di generare profitti, ma anche di gestire in modo responsabile gli impatti ambientali e sociali delle proprie attività. L'integrazione della sostenibilità nei modelli di business consente alle imprese di migliorare il proprio profilo di rischio, rafforzare la reputazione e accrescere la fiducia degli investitori. In questo contesto, le imprese che adottano pratiche ESG credibili possono beneficiare di un

[26] ICMA, Sustainability-Linked Bond Principles, June 2024

[27] OECD, *Responsible Business Conduct for Institutional Investors, OECD Publishing.*

accesso più agevole ai mercati finanziari e, in alcuni casi, di una riduzione del costo del capitale, grazie a una percezione di rischio inferiore da parte degli investitori.

Nonostante i significativi progressi compiuti negli ultimi anni, la finanza sostenibile presenta tuttavia criticità strutturali che ne limitano l'efficacia. Una delle principali sfide riguarda la mancanza di standard uniformi nella definizione e nella misurazione dei criteri ESG, che rende difficile confrontare le performance di imprese e strumenti finanziari. A ciò si aggiunge la qualità e l'affidabilità dei dati ESG, spesso incompleti, non omogenei o basati su metodologie differenti. In questo contesto, emerge il rischio di greenwashing, ossia la pratica di presentare come sostenibili attività che, in realtà, non producono benefici ambientali o sociali significativi. Tale fenomeno può compromettere la fiducia degli investitori e ridurre la credibilità complessiva della finanza sostenibile[28].

Nel lungo periodo, il pieno consolidamento della finanza sostenibile richiederà quindi un maggiore coordinamento tra istituzioni pubbliche, operatori finanziari e imprese. Le autorità pubbliche svolgono un ruolo fondamentale nella definizione di quadri normativi chiari e coerenti, mentre gli operatori finanziari sono chiamati a sviluppare metodologie di valutazione più robuste e trasparenti. Parallelamente, le imprese dovranno integrare in modo sempre più sistematico i fattori ESG nelle proprie strategie e nei processi decisionali. Solo attraverso questo sforzo congiunto sarà possibile garantire che l'integrazione della sostenibilità nei mercati finanziari si traduca in benefici concreti per l'economia reale e per la società nel suo complesso, contribuendo a uno sviluppo più inclusivo e resiliente.

[28] European Securities and Markets Authority, *Sustainable Finance Roadmap 2022–2024*, Paris, 2022.

2. Il Social Bond Framework

2.1 Principi e standard per i social bond (Social Bond Principles)

Nel contesto della crescente attenzione verso la sostenibilità nei mercati finanziari, gli strumenti di debito orientati a finalità ambientali e sociali hanno assunto un ruolo sempre più rilevante. Dopo l'affermazione dei green bond, destinati al finanziamento di progetti con impatto ambientale positivo, il mercato ha progressivamente assistito allo sviluppo dei social bond, strumenti obbligazionari concepiti per sostenere iniziative finalizzate a generare benefici sociali positivi, valutabili e, ove possibile, quantificabili[1].

L'espansione della finanza sostenibile, analizzata nel capitolo precedente, ha evidenziato come i criteri ESG (Environmental, Social, Governance) siano stati progressivamente integrati nelle decisioni di investimento, nelle strategie aziendali e nelle politiche pubbliche. In tale contesto, i social bond rappresentano una componente significativa della finanza sostenibile, in quanto consentono di convogliare capitali verso il finanziamento di interventi destinati a fronteggiare problematiche quali la povertà, l'accesso all'istruzione e alla sanità, l'inclusione finanziaria e il rafforzamento delle infrastrutture sociali.

L'interesse verso questi strumenti è cresciuto in misura rilevante soprattutto in risposta alla crisi pandemica. In particolare, tra il 2020 e il 2022 l'Unione europea ha finanziato il programma SURE mediante l'emissione di social bond, destinando le risorse a regimi di riduzione dell'orario lavorativo e a misure analoghe volte a proteggere l'occupazione e i redditi. L'esperienza SURE ha mostrato la capacità delle emissioni sociali di mobilitare rapidamente capitali per rispondere a una crisi su larga scala, rafforzando al contempo l'esigenza di criteri condivisi in materia di trasparenza, allocazione e rendicontazione[2].

Tale evoluzione ha messo in luce non solo il potenziale di questi strumenti nel mobilitare risorse verso obiettivi di interesse collettivo, ma anche la necessità di criteri condivisi che ne garantiscano trasparenza, coerenza e credibilità[3].

Il presente capitolo analizza il social bond framework, inteso come l'insieme di principi, standard e procedure che orientano l'emissione di tali strumenti. In particolare, verranno esaminati i principi e gli standard internazionali, con specifico riferimento ai Social Bond Principles, i principali attori coinvolti nel mercato, il processo di emissione e i sistemi di verifica, monitoraggio e reporting. L'obiettivo è fornire un quadro organico delle dinamiche che regolano il mercato dei social bond e del contributo che essi possono offrire allo sviluppo della finanza sostenibile.

---

[1] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025.

[2] European Commission, EU SURE Social Bond Framework, Brussels, 2020.

[3] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025.

Lo sviluppo del mercato dei social bond è stato strettamente connesso alla necessità di definire standard condivisi e riconosciuti a livello internazionale, capaci di garantire maggiore trasparenza, affidabilità e comparabilità tra le diverse emissioni. In assenza di un quadro normativo uniforme, infatti, gli investitori potrebbero incontrare difficoltà nel valutare l'effettiva coerenza tra le finalità dichiarate e l'utilizzo concreto dei proventi, con il conseguente aumento del rischio di fenomeni di social washing, ossia la presentazione di un'obbligazione come socialmente sostenibile senza che essa produca reali benefici per la collettività.

Per rispondere a tale esigenza, un ruolo centrale è svolto dai Social Bond Principles (SBP), linee guida volontarie sviluppate dall'International Capital Market Association (ICMA). L'ICMA è un'organizzazione internazionale che riunisce operatori dei mercati dei capitali e promuove standard di buona pratica nel settore obbligazionario. I Social Bond Principles, introdotti nel 2017 come evoluzione delle linee guida già esistenti per i green bond, rappresentano oggi il principale punto di riferimento per gli operatori del mercato[4].

I SBP non costituiscono una normativa giuridicamente vincolante, ma si fondano su un meccanismo di autoregolamentazione, nell'ambito del quale emittenti, investitori e intermediari finanziari adottano volontariamente pratiche di trasparenza e rendicontazione volte a rafforzare la credibilità delle emissioni[5].

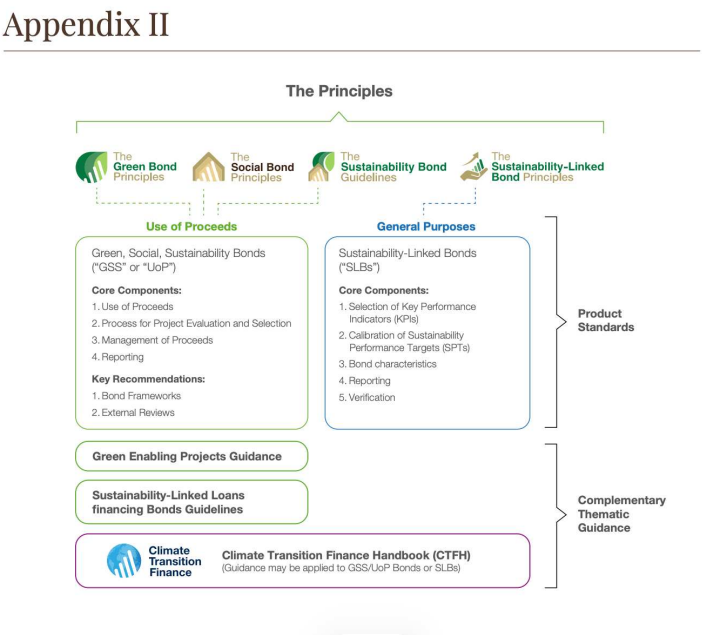
Tale approccio ha favorito una rapida diffusione dei social bond a livello globale, grazie alla sua flessibilità e alla possibilità di adattarsi a contesti differenti. Allo stesso tempo, proprio la natura volontaria di tali principi rende particolarmente rilevante la qualità dei processi interni di selezione dei progetti, gestione dei proventi e reporting, dai quali dipende in larga misura l'affidabilità sostanziale dello strumento.

La collocazione dei Social Bond Principles nell'insieme dei principi e delle linee guida elaborati dall'ICMA per il mercato delle obbligazioni sostenibili è rappresentata nella Figura 2.1.

[4] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025.

[5] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025, Introduction ("voluntary process guidelines").

Figura 2.1 – Architettura dei principi e delle linee guida dell'ICMA per le obbligazioni sostenibili



Fonte: International Capital Market Association, Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, giugno 2025, Appendix II.

Inoltre, i Social Bond Principles risultano strettamente collegati agli obiettivi delle politiche internazionali di sviluppo sostenibile, in particolare agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals – SDGs) definiti dalle Nazioni Unite nell'Agenda 2030[6].

Attraverso il finanziamento di progetti sociali, i social bond possono contribuire al raggiungimento di diversi SDGs, tra cui la riduzione della povertà, il miglioramento dell'accesso all'istruzione e ai servizi sanitari, la promozione del lavoro dignitoso e la riduzione delle disuguaglianze. In tal senso, essi si collocano all'intersezione tra innovazione finanziaria, accountability e finalità di interesse pubblico.

2.1.1 Definizione di social bond

Borsa Italiana definisce i social bond come "qualsiasi tipo di strumento obbligazionario i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, nuovi e/o preesistenti progetti sociali[7]".

In termini più tecnici, i Social Bond Principles dell'ICMA precisano che i proventi netti dell'emissione, o un importo equivalente, devono essere destinati al finanziamento o al rifinanziamento di progetti sociali ammissibili. L'elemento distintivo del social bond non risiede pertanto nella struttura finanziaria del titolo, ma nella destinazione dei proventi netti, o

[6] United Nations, Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development, New York, 2015.

[7] Borsa Italiana, "Social Bond", Glossario finanziario, consultato in data 27/07/2026.

di un importo equivalente, e negli obblighi di trasparenza e rendicontazione assunti dall'emittente[8].

Sotto il profilo strettamente finanziario, i social bond non si differenziano in misura sostanziale dalle obbligazioni tradizionali. Essi presentano infatti un valore nominale, una scadenza prefissata, il pagamento di cedole periodiche e il rimborso del capitale alla scadenza. La peculiarità dello strumento risiede quindi nel collegamento tra l'emissione obbligazionaria e il finanziamento di interventi con finalità sociale, che richiedono un'adeguata identificazione dei progetti ammissibili e dei beneficiari di riferimento.

Un aspetto centrale della definizione riguarda infatti il concetto di target population, ossia le categorie di beneficiari cui sono destinati i progetti finanziati. I Social Bond Principles individuano diverse tipologie di gruppi vulnerabili o svantaggiati che possono beneficiare di tali iniziative, tra cui persone che vivono al di sotto della soglia di povertà, soggetti esclusi dal mercato del lavoro, minoranze etniche o gruppi socialmente marginalizzati, persone con disabilità, anziani, donne in condizioni di vulnerabilità, migranti e rifugiati, nonché comunità localizzate in aree economicamente svantaggiate[9].

La chiara identificazione dei beneficiari assume rilievo non solo sul piano descrittivo, ma anche su quello metodologico, poiché consente di delimitare con maggiore precisione l'impatto sociale perseguito e di rafforzare la coerenza complessiva dell'emissione.

I Social Bond Principles individuano, a titolo esemplificativo, diverse categorie di progetti ammissibili, tra cui le infrastrutture di base accessibili, l'accesso ai servizi essenziali, l'edilizia abitativa accessibile, la generazione di occupazione, la sicurezza alimentare e il progresso socioeconomico. Le caratteristiche e gli esempi concreti delle principali categorie di progetti finanziati saranno approfonditi nel capitolo 3.

I Social Bond Principles si fondano su quattro pilastri fondamentali, che definiscono il quadro operativo di riferimento per l'emissione dei social bond. Tali pilastri non rappresentano soltanto criteri tecnici di conformità, ma costituiscono anche gli strumenti attraverso cui il mercato tenta di ridurre le asimmetrie informative tra emittenti e investitori, rafforzando la trasparenza e l'integrità delle emissioni[10].

1. Use of Proceeds

Il primo pilastro riguarda l'utilizzo dei proventi dell'emissione. I proventi netti del social bond, o un importo equivalente, devono essere destinati esclusivamente al finanziamento o al rifinanziamento di progetti sociali ammissibili, chiaramente descritti nella documentazione relativa al titolo.

---

[8] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025.

[9] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025.

[10] International Capital Market Association (ICMA), *Social Bond Principles*, June 2025.

Gli emittenti dovrebbero fornire informazioni riguardanti:

- le categorie di progetti finanziati;
- gli obiettivi sociali perseguiti;
- le popolazioni target interessate;
- i risultati sociali attesi e, ove possibile, gli indicatori utilizzati per la loro rendicontazione.

Come precisato dai Social Bond Principles: "Il principio cardine di un Social Bond è l'utilizzo dei proventi dell'obbligazione per progetti sociali ammissibili, che devono essere opportunamente descritti nella documentazione legale del titolo. Tutti i progetti sociali ammissibili designati devono fornire chiari benefici sociali, che saranno valutati e, ove possibile, quantificati dall'emittente. Nel caso in cui la totalità o una parte dei proventi siano o possano essere utilizzati per il rifinanziamento, si raccomanda agli emittenti di fornire una stima della quota di finanziamento rispetto al rifinanziamento e, ove opportuno, di chiarire anche quali investimenti o portafogli di progetti possono essere rifinanziati e, nella misura in cui ciò sia rilevante, il periodo di riferimento previsto per i progetti sociali ammissibili rifinanziati[11]".

I progetti sociali sono finalizzati ad affrontare o attenuare specifiche problematiche di natura sociale e a produrre risultati positivi per la collettività o per determinate categorie di beneficiari. Tali interventi si rivolgono prevalentemente a una o più popolazioni target individuate come vulnerabili o svantaggiate, pur potendo estendere i propri effetti anche a una platea più ampia. Una problematica sociale può essere intesa come una condizione che compromette o limita il benessere della società nel suo complesso oppure di specifici gruppi di individui.

È pertanto opportuno che l'emittente individui con chiarezza le popolazioni target, tenendo conto del contesto territoriale, economico e sociale nel quale i progetti vengono realizzati. In alcune circostanze, infatti, gli interventi possono essere rivolti alla collettività nel suo insieme, pur producendo risultati particolarmente rilevanti per determinate categorie. Questa fase consente agli investitori di valutare la coerenza tra gli obiettivi dichiarati, le popolazioni target individuate e l'allocazione prevista dell'importo equivalente ai proventi netti.

2. Process for Project Evaluation and Selection

Il secondo pilastro riguarda il processo attraverso il quale l'emittente seleziona i progetti da finanziare. Gli emittenti dovrebbero definire criteri chiari e trasparenti per valutare l'idoneità dei progetti. Questo processo include generalmente:

[11] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, June 2025, sez. "Use of Proceeds", traduzione dell'autore.

- l'identificazione delle categorie di progetti ammissibili;
- la definizione degli obiettivi sociali;
- la valutazione dei rischi ambientali e sociali associati ai progetti.

Un aspetto particolarmente importante riguarda l'integrazione con le politiche ESG dell'organizzazione emittente. Ciò significa che la selezione dei progetti dovrebbe essere coerente con la strategia complessiva di sostenibilità dell'ente o dell'impresa[12].

Inoltre, gli emittenti sono incoraggiati a collocare le informazioni comunicate nel contesto della propria strategia di sostenibilità sociale, a rendere trasparenti i criteri di ammissibilità e gli eventuali criteri di esclusione, nonché a descrivere i processi utilizzati per identificare e mitigare i rischi sociali e ambientali materiali associati ai progetti finanziati.

3. Management of Proceeds

Il terzo pilastro riguarda la gestione e il tracciamento dei proventi. I proventi netti derivanti dall'emissione di un social bond, o un importo equivalente, devono essere accreditati su un sottoconto, trasferiti a un portafoglio dedicato oppure tracciati attraverso un altro sistema interno appropriato. Le modalità adottate devono essere formalizzate mediante procedure interne coerenti con le attività di finanziamento e investimento relative ai progetti sociali ammissibili. I Social Bond Principles non richiedono necessariamente una separazione giuridica o materiale delle somme dalle altre disponibilità dell'emittente, purché l'importo sia adeguatamente identificato e monitorato.

Per tutta la durata dell'obbligazione, il saldo dell'importo tracciato dovrebbe essere periodicamente aggiornato in modo da riflettere le allocazioni effettuate ai progetti sociali ammissibili. L'emittente dovrebbe inoltre comunicare agli investitori le modalità di gestione temporanea degli importi non ancora allocati. La gestione può avvenire con riferimento a una singola obbligazione oppure in forma aggregata per più social bond, secondo un approccio di portafoglio.

I Social Bond Principles incoraggiano un elevato livello di trasparenza anche in questa fase e raccomandano il ricorso a una verifica esterna del metodo di tracciamento e dell'allocazione dell'importo equivalente ai proventi netti. Il management of proceeds svolge pertanto una funzione essenziale di raccordo tra la dimensione finanziaria dell'emissione e la sua finalità sociale: la tracciabilità dell'allocazione consente infatti di verificare la coerenza tra l'importo raccolto, le attività ammissibili e quanto dichiarato nel Social Bond Framework[13].

---

[12] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles, June 2025; ICMA, The Principles Guidance Handbook, June 2025.

[13] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, giugno 2025, sez. "Management of Proceeds".

4. Reporting

Il quarto pilastro riguarda il reporting verso gli investitori e il mercato. Gli emittenti dovrebbero pubblicare informazioni aggiornate con cadenza almeno annuale fino alla completa allocazione dei proventi netti, o di un importo equivalente, e tempestivamente in caso di sviluppi rilevanti. La rendicontazione dovrebbe fornire informazioni sia sull'allocazione delle risorse sia, ove possibile, sui risultati sociali attesi o osservati associati ai progetti finanziati. Il reporting rappresenta una componente essenziale del framework, poiché consente di valutare la coerenza tra le finalità dichiarate in fase di emissione, le allocazioni effettuate e i risultati rendicontati nel tempo.

Il reporting comprende generalmente due componenti principali. La prima è il reporting sull'allocazione, che riguarda la distribuzione dell'importo equivalente ai proventi netti tra i progetti sociali ammissibili. Esso può includere informazioni relative all'importo complessivamente allocato, alla ripartizione per categoria di progetto, alla quota eventualmente non ancora allocata e, ove rilevante, alla distribuzione geografica degli interventi. La seconda componente riguarda la rendicontazione dei risultati sociali associati ai progetti finanziati. Gli indicatori utilizzati possono comprendere, ad esempio, il numero di persone che hanno avuto accesso a servizi sanitari, il numero di studenti coinvolti in programmi educativi, il numero di abitazioni sociali finanziate o rese disponibili e il numero di posti di lavoro creati o sostenuti. Tali informazioni dovrebbero essere accompagnate, ove possibile, dall'indicazione delle metodologie, delle principali assunzioni e dei criteri utilizzati per il calcolo degli indicatori.

Il reporting costituisce uno degli elementi più delicati dell'intero framework. Mentre la rendicontazione dell'allocazione risulta generalmente più agevole da strutturare, poiché riguarda il tracciamento contabile delle risorse, la rendicontazione dei risultati sociali presenta maggiori complessità metodologiche. Essa richiede infatti la selezione di indicatori pertinenti, la disponibilità di dati attendibili e la capacità di distinguere tra attività realizzate, risultati osservati e impatto sociale in senso stretto. Gli indicatori riportati non dimostrano necessariamente che il finanziamento abbia causato, da solo, il cambiamento sociale osservato, ma contribuiscono a rappresentare i risultati associati ai progetti finanziati. La qualità e la trasparenza del reporting incidono pertanto in misura significativa sulla credibilità dei social bond e sulla fiducia riposta dal mercato in tali strumenti. Le principali caratteristiche del reporting sull'allocazione e del reporting sui risultati sociali sono sintetizzate nella Tabella 2.1.

Tabella 2.1 – Confronto tra reporting sull'allocazione e reporting sui risultati sociali

Tipologia di Reporting	Obiettivo Principale	Informazioni e Indicatori Chiave
Reporting sull'allocazione	Monitorare l'allocazione dell'importo equivalente ai proventi netti.	• Importo allocato ai diversi progetti. • Percentuale dell'importo già allocata • Distribuzione geografica dei progetti.
Reporting sui risultati sociali	Rendicontare i risultati sociali attesi o osservati associati ai progetti finanziati.	• Numero di beneficiari di servizi sanitari. • Numero di studenti in programmi educativi. • Numero di abitazioni sociali costruite. • Numero di posti di lavoro creati.

Fonte: elaborazione propria sulla base di International Capital Market Association, Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, giugno 2025, sezione "Reporting", e Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds, giugno 2025.

2.2 I principali attori e il ruolo delle istituzioni

Il mercato dei social bond coinvolge una pluralità di soggetti appartenenti sia al settore pubblico sia a quello privato, ciascuno dei quali svolge un ruolo specifico nel processo di emissione, collocamento, sottoscrizione e monitoraggio degli strumenti. La presenza di molteplici attori riflette la natura stessa dei social bond, che si collocano all'intersezione tra logiche finanziarie, obiettivi di sostenibilità e finalità di interesse collettivo.

L'efficacia e la credibilità di questo mercato non dipendono esclusivamente dalla presenza di emittenti interessati a raccogliere capitale per finanziare progetti sociali, ma anche dal comportamento degli investitori, dal supporto degli intermediari e dal ruolo svolto dalle istituzioni pubbliche e sovranazionali nel promuovere standard, linee guida e condizioni favorevoli allo sviluppo del settore. In tale prospettiva, l'analisi dei principali attori consente di comprendere come il social bond framework non sia riconducibile al solo comportamento dell'emittente, ma si fondi su un ecosistema articolato di relazioni, responsabilità e meccanismi di fiducia.

2.2.1 Emittenti

Gli emittenti di social bond possono appartenere a diverse categorie:

- governi nazionali;
- enti locali;
- istituzioni finanziarie;
- banche multilaterali di sviluppo;
- imprese private.

Indipendentemente dalla propria natura, l'emittente assume la responsabilità di definire gli obiettivi sociali dell'operazione, individuare le categorie di progetti ammissibili e predisporre un Social Bond Framework coerente con i principi di riferimento. Esso deve inoltre stabilire i criteri di selezione delle attività finanziate, assicurare il tracciamento dell'importo equivalente ai proventi netti e pubblicare periodicamente informazioni sull'allocazione e sui risultati sociali associati ai progetti.

Le finalità dell'emissione possono variare in relazione alla natura dell'emittente. I soggetti pubblici e sovranazionali utilizzano generalmente i social bond per finanziare programmi di interesse collettivo, mentre le istituzioni finanziarie e le imprese private possono impiegarli per sostenere portafogli o attività coerenti con i propri obiettivi sociali e con la strategia di sostenibilità. In ogni caso, la credibilità dell'emissione dipende dalla chiarezza del framework, dalla trasparenza dei criteri adottati e dalla qualità del reporting.

2.2.2 Investitori

Dal lato della domanda, i principali investitori includono:

- fondi pensione;
- compagnie assicurative;
- fondi ESG;
- asset manager;
- investitori istituzionali.

Negli ultimi anni si è registrato un crescente interesse da parte degli investitori per strumenti finanziari in grado di coniugare rendimento economico e impatto sociale positivo. Tale evoluzione si inserisce in un più ampio cambiamento delle logiche di investimento, nel quale gli aspetti ESG sono divenuti progressivamente più rilevanti nella valutazione del rischio, nella costruzione dei portafogli e nelle strategie di allocazione del capitale.

Per molti investitori istituzionali, i social bond rappresentano uno strumento particolarmente attrattivo, in quanto consentono di integrare obiettivi finanziari e obiettivi di sostenibilità all'interno di un'unica scelta di investimento. Questo aspetto risulta particolarmente rilevante

per soggetti come fondi pensione e compagnie assicurative, che operano con orizzonti temporali di medio-lungo periodo e che, sempre più spesso, sono chiamati a dimostrare attenzione verso criteri di responsabilità sociale e ambientale.

Accanto agli investitori tradizionali, hanno acquisito un peso crescente anche i fondi specializzati in strategie ESG e gli asset manager orientati all'impact investing, per i quali i social bond costituiscono uno strumento coerente con l'esigenza di indirizzare risorse verso progetti capaci di produrre benefici sociali tangibili. In questo senso, la domanda degli investitori non si limita più alla sola ricerca di rendimento, ma tende a valorizzare anche la qualità del framework, la credibilità dell'emittente e la robustezza delle pratiche di reporting.

L'interesse degli investitori ha avuto un ruolo fondamentale nell'espansione del mercato, poiché ha incentivato gli emittenti a strutturare strumenti sempre più trasparenti e allineati agli standard internazionali. Al tempo stesso, la crescente attenzione del lato della domanda ha contribuito a rafforzare la centralità di aspetti quali la misurazione dell'impatto, la verifica indipendente e la comparabilità delle emissioni, elementi che risultano essenziali per il consolidamento del mercato dei social bond nel lungo periodo.

2.2.3 Intermediari finanziari

Gli intermediari finanziari svolgono un ruolo fondamentale nel processo di emissione e collocamento dei social bond, contribuendo a garantire il corretto funzionamento del mercato e a ridurre le asimmetrie informative tra emittenti e investitori. Tra questi si includono:

- banche d'investimento;
- consulenti finanziari;
- agenzie di rating;
- società di verifica indipendente.

Le banche d'investimento e gli intermediari incaricati del collocamento (lead managers o bookrunners) supportano l'emittente nella strutturazione dell'operazione, nella definizione delle caratteristiche finanziarie del titolo e nella distribuzione dei social bond presso gli investitori istituzionali. Essi svolgono inoltre un ruolo rilevante nella fase di pricing e nella gestione del processo di raccolta degli ordini, contribuendo a determinare le condizioni di mercato dell'emissione.

I consulenti finanziari e gli advisor specializzati in finanza sostenibile assistono invece gli emittenti nella definizione del Social Bond Framework e nell'allineamento alle best practice internazionali, facilitando l'adozione dei Social Bond Principles e contribuendo a migliorare la qualità complessiva dell'operazione.

Le agenzie di rating possono intervenire sia nella valutazione del merito creditizio dell'emittente sia, in alcuni casi, nell'analisi degli aspetti ESG o dell'impatto sociale dell'emissione. Sebbene il rating tradizionale non riguardi direttamente la dimensione sociale,

la crescente attenzione verso i fattori ESG ha portato a un ampliamento delle valutazioni disponibili sul mercato.

Un ruolo particolarmente rilevante è svolto dalle società di verifica indipendente, che forniscono servizi quali second party opinion, certificazioni o altre forme di assurance. Questi soggetti contribuiscono a valutare la coerenza del framework con i Social Bond Principles e a rafforzare la credibilità dell'emissione agli occhi degli investitori.

Nel complesso, gli intermediari finanziari rappresentano un elemento chiave dell'infrastruttura del mercato dei social bond, in quanto facilitano l'incontro tra domanda e offerta, supportano la qualità tecnica delle emissioni e contribuiscono alla diffusione di standard e pratiche condivise.

2.2.4 Il ruolo delle istituzioni pubbliche

Le istituzioni pubbliche svolgono un ruolo cruciale nello sviluppo e nel consolidamento del mercato dei social bond, intervenendo sia sul piano regolamentare sia attraverso politiche di promozione della finanza sostenibile. In particolare, esse contribuiscono attraverso:

- la definizione di quadri normativi e linee guida;
- la promozione di politiche e strategie di finanza sostenibile;
- il sostegno diretto o indiretto alle emissioni tramite programmi di investimento pubblico.

Sebbene i Social Bond Principles si basino su un sistema di autoregolamentazione, il contributo delle istituzioni pubbliche risulta essenziale per creare un contesto favorevole allo sviluppo del mercato, rafforzando la trasparenza, la comparabilità delle emissioni e la tutela degli investitori. In questo senso, l'azione pubblica non si limita alla regolazione, ma include anche iniziative volte a incentivare l'adozione di pratiche sostenibili e a orientare i flussi di capitale verso obiettivi di interesse collettivo.

A livello europeo, la Commissione europea ha promosso numerose iniziative finalizzate al rafforzamento della finanza sostenibile, tra cui la Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile. Sul piano delle emissioni, tra il 2020 e il 2022 il programma SURE è stato finanziato attraverso social bond destinati a sostenere l'occupazione e i redditi durante la crisi pandemica. Nell'ambito di NextGenerationEU, invece, la Commissione europea emette obbligazioni convenzionali e green bond, questi ultimi destinati al finanziamento delle spese climatiche e ambientali ammissibili. Le due iniziative hanno contribuito a consolidare il ruolo dell'Unione europea nei mercati delle obbligazioni sostenibili, pur presentando finalità e framework distinti.

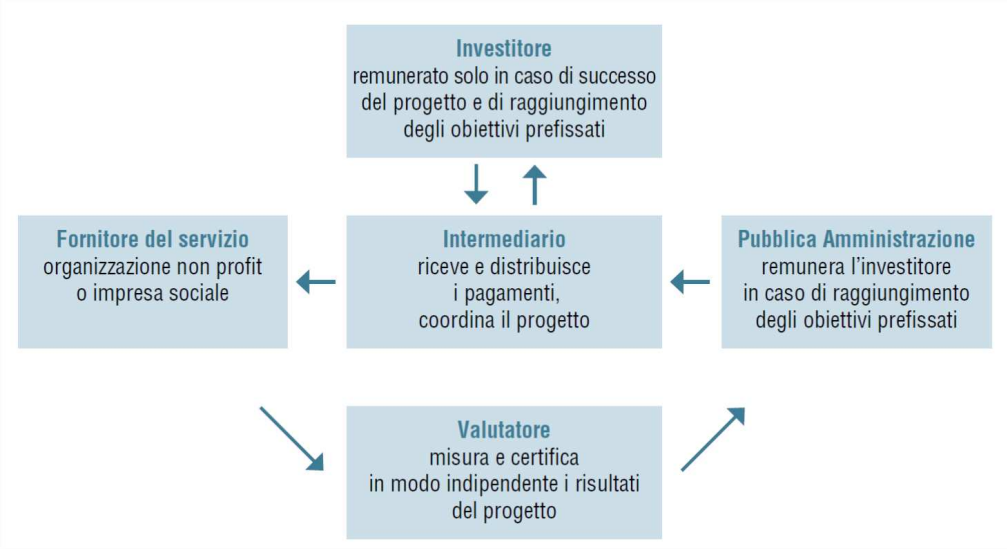
Le istituzioni pubbliche possono inoltre svolgere un ruolo di catalizzatore, incentivando la partecipazione degli investitori e degli emittenti attraverso politiche fiscali, programmi di garanzia o iniziative di co-finanziamento. In tal modo, esse contribuiscono non solo alla

crescita quantitativa del mercato, ma anche al miglioramento qualitativo delle emissioni, promuovendo maggiore attenzione alla misurazione dell'impatto e alla trasparenza delle informazioni.

Nel complesso, il ruolo delle istituzioni pubbliche si configura come complementare rispetto a quello degli altri attori del mercato: pur non intervenendo direttamente in tutte le fasi dell'emissione, esse contribuiscono a definire il contesto entro cui il mercato dei social bond può svilupparsi in modo stabile, credibile e coerente con gli obiettivi di sostenibilità di lungo periodo.

Accanto ai social bond propriamente detti, le istituzioni pubbliche possono partecipare anche a strumenti basati sulla remunerazione dei risultati, come i Social Impact Bond. Nonostante la somiglianza terminologica, questi ultimi non sono obbligazioni use of proceeds disciplinate dai Social Bond Principles, ma meccanismi contrattuali nei quali investitori privati finanziano anticipatamente un intervento sociale. Il soggetto pubblico riconosce il rimborso e l'eventuale remunerazione soltanto qualora siano raggiunti determinati risultati, verificati da un valutatore indipendente. La Figura 2.2 ne rappresenta schematicamente il funzionamento.

Figura 2.2 – Schema di funzionamento di un Social Impact Bond



Fonte: Investi Responsabilmente, "Social Impact Bond – Pay by Results", consultato in data 27 luglio 2026.

2.3 Il processo di emissione di un social bond

Il processo di emissione di un social bond rappresenta una fase cruciale per garantire la credibilità dello strumento finanziario e la coerenza tra gli obiettivi sociali dichiarati e l'effettivo utilizzo delle risorse raccolte. A differenza delle obbligazioni tradizionali, infatti, i social bond richiedono l'adozione di procedure specifiche volte ad assicurare trasparenza,

tracciabilità dei proventi e capacità di rendicontare l'allocazione e i risultati sociali attesi o osservati.

In questo senso, l'emissione non si configura come una semplice operazione finanziaria, ma come un processo articolato che integra dimensioni economiche, sociali e organizzative. La qualità di tale processo incide direttamente sulla fiducia degli investitori e sulla legittimazione dello strumento nel mercato della finanza sostenibile.

Il processo si articola generalmente in diverse fasi, che comprendono: la definizione della strategia sociale dell'emittente, l'identificazione dei progetti finanziabili, la predisposizione del framework di riferimento, la revisione esterna e, infine, la strutturazione finanziaria e il collocamento sul mercato dei capitali. L'intero percorso è guidato dai Social Bond Principles, che forniscono un quadro di riferimento condiviso volto a garantire l'integrità e la comparabilità delle emissioni.

2.3.1 Identificazione degli obiettivi sociali e dei progetti finanziabili

La prima fase del processo consiste nell'individuazione degli obiettivi sociali che l'emittente intende perseguire attraverso l'emissione del social bond. Tale fase assume un'importanza strategica, in quanto definisce l'orientamento complessivo dell'operazione e il tipo di impatto che si intende generare.

Gli emittenti devono innanzitutto identificare le principali problematiche sociali su cui intervenire. Questa attività può essere supportata da strumenti quali analisi socioeconomiche, studi di contesto, consultazioni con stakeholder e valutazioni preliminari di impatto. In molti casi, tale processo si inserisce all'interno di strategie più ampie di sostenibilità o responsabilità sociale d'impresa.

Una volta definiti gli obiettivi, l'emittente procede alla selezione dei progetti finanziabili. Questi devono essere coerenti con le categorie previste dai Social Bond Principles e presentare obiettivi sociali chiaramente definiti, con risultati attesi che l'emittente dovrebbe valutare e, ove possibile, quantificare.

In questa fase è fondamentale definire con chiarezza:

- la tipologia dei progetti;
- i beneficiari finali;
- l'area geografica di intervento;
- gli indicatori utilizzati per la rendicontazione dei risultati sociali.

La selezione dei progetti richiede spesso il coinvolgimento di diverse funzioni organizzative, evidenziando la natura trasversale dei social bond, che non riguardano esclusivamente l'area finanziaria ma coinvolgono anche la governance, la sostenibilità e la pianificazione strategica.

2.3.2 Sviluppo del Social Bond Framework

Una volta identificati i progetti finanziabili, l'emittente procede alla definizione del **Social Bond Framework**, ovvero il documento che descrive in modo sistematico la struttura dell'emissione e le modalità attraverso cui verranno rispettati i Social Bond Principles.
Il Social Bond Framework rappresenta uno strumento fondamentale di comunicazione verso il mercato, poiché consente agli investitori di comprendere chiaramente le caratteristiche dell'operazione e le modalità di gestione dei proventi.
In particolare, il framework include generalmente le seguenti informazioni:

- la descrizione degli obiettivi sociali dell'emissione;
- le categorie di progetti finanziabili;
- il processo di selezione e valutazione dei progetti;
- le modalità di gestione dei proventi;
- le procedure di monitoraggio e reporting.

Il framework deve inoltre illustrare in che modo l'emissione contribuisce al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità dell'organizzazione emittente e, in molti casi, viene messo in relazione con gli **Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs)** delle Nazioni Unite.

La redazione del Social Bond Framework richiede spesso il coinvolgimento di consulenti specializzati in finanza sostenibile, che supportano l'emittente nell'allineamento alle best practice internazionali.

2.3.3 Revisione esterna: second party opinion e altre forme di verifica

Prima dell'emissione del social bond, è prassi comune sottoporre il Social Bond Framework a una revisione indipendente da parte di soggetti esterni specializzati. Questa fase è finalizzata a rafforzare la credibilità dell'operazione e a fornire agli investitori una valutazione imparziale della coerenza dell'emissione con i Social Bond Principles. Tra le principali forme di revisione esterna si trovano:

A. Second Party Opinion (SPO)

La **second party opinion** è una valutazione indipendente, generalmente rilasciata prima dell'emissione, che esamina il grado di allineamento del Social Bond Framework ai Social Bond Principles e la solidità dell'approccio adottato dall'emittente.

La valutazione considera diversi aspetti, tra cui:

- la qualità dei criteri di selezione dei progetti;
- la credibilità degli obiettivi sociali;

- l'efficacia dei sistemi di gestione dei proventi;
- la solidità delle procedure di reporting.

Le società che forniscono second party opinion includono istituzioni specializzate nella valutazione ESG, che svolgono un ruolo sempre più importante nel mercato della finanza sostenibile.

B. Verification

La verification consiste nella verifica indipendente di specifici aspetti dell'emissione rispetto a criteri prestabiliti. Può riguardare, in particolare, il sistema di tracciamento dei proventi, la loro allocazione ai progetti ammissibili e determinate informazioni contenute nei report post-emissione.

C. Certificazione

In alcuni casi, l'emissione può essere certificata da organismi indipendenti che attestano la conformità del social bond a determinati standard internazionali.

D. Rating sociale o ESG

Lo scoring o rating assegna, secondo una metodologia definita, una valutazione alle caratteristiche di sostenibilità del framework o dell'emissione. Non coincide con il rating di credito e non dimostra, di per sé, l'impatto sociale effettivamente prodotto.

2.3.4 Strutturazione finanziaria ed emissione di un Social Bond

Parallelamente alla definizione del framework sociale, l'emittente procede alla strutturazione finanziaria del social bond, fase nella quale vengono definite le caratteristiche economico-finanziarie dello strumento e le modalità di collocamento sul mercato. Sebbene, sotto il profilo tecnico, i social bond presentino una struttura analoga alle obbligazioni tradizionali, la loro struttura *use of proceeds* introduce specifici requisiti relativi alla selezione delle attività ammissibili, al tracciamento dell'allocazione e alla rendicontazione.

In particolare, la strutturazione dell'emissione deve tenere conto non solo delle condizioni di mercato, ma anche della coerenza con gli obiettivi sociali dichiarati e con le aspettative degli investitori ESG, sempre più attenti alla qualità del framework e alla credibilità dell'emittente.

Gli elementi principali che caratterizzano la strutturazione finanziaria includono:

- l'importo dell'emissione, definito considerando le esigenze di raccolta dell'emittente e la disponibilità di un portafoglio sufficiente di attività sociali ammissibili;

- la scadenza del titolo (*maturity*), definita in funzione delle esigenze di raccolta dell'emittente, della struttura finanziaria dell'operazione e delle condizioni di mercato;
- il tasso di interesse (cedola), fisso o variabile, definito sulla base delle condizioni di mercato e del merito creditizio dell'emittente;
- la valuta di denominazione, spesso legata al mercato di riferimento o alla base di investitori target;
- la tipologia di investitori destinatari, prevalentemente istituzionali, con particolare attenzione agli operatori orientati a strategie ESG o impact investing.

Il processo di strutturazione avviene generalmente con il supporto di intermediari finanziari, che assistono l'emittente nella definizione delle condizioni economiche e nella preparazione del collocamento.

Un elemento di crescente interesse riguarda l'eventuale vantaggio di pricing associato all'etichetta sociale. In alcune emissioni, una domanda particolarmente elevata da parte degli investitori può consentire all'emittente di collocare il social bond a un rendimento leggermente inferiore rispetto a obbligazioni convenzionali comparabili, determinando un costo della raccolta più contenuto. Tale vantaggio non risulta tuttavia sistematico, poiché dipende dalle caratteristiche dell'emittente e del titolo, dalle condizioni di mercato e dalla composizione della domanda. Per valutarne correttamente l'esistenza è necessario confrontare obbligazioni omogenee per emittente, valuta, seniority, scadenza e struttura finanziaria.

Una volta definita la struttura finanziaria, si procede all'emissione e al collocamento sul mercato primario. Le principali modalità comprendono:

- l'offerta pubblica, rivolta a una platea ampia di investitori;
- il collocamento privato, destinato a un numero limitato di investitori, prevalentemente istituzionali.

Durante il collocamento, gli intermediari, in particolare le banche d'investimento, possono svolgere attività di promozione dell'emissione presso gli investitori mediante roadshow, raccolta degli ordini attraverso il processo di bookbuilding e definizione finale del prezzo e dell'allocazione dei titoli.

Il successo dell'emissione dipende non soltanto dalle condizioni finanziarie offerte, ma anche dalla qualità del Social Bond Framework, dal merito creditizio e dalla reputazione dell'emittente, nonché dalla chiarezza delle informazioni fornite agli investitori.

Successivamente all'emissione, l'emittente deve monitorare l'allocazione dei proventi netti, o di un importo equivalente, aggiornando periodicamente il portafoglio delle attività sociali ammissibili. In particolare, deve assicurare:

- la coerenza delle allocazioni effettuate con le categorie e i criteri stabiliti nel Social Bond Framework;

- la tracciabilità dell'importo allocato attraverso adeguati sistemi interni o portafogli dedicati;
- l'aggiornamento delle informazioni relative agli importi allocati, non ancora allocati e agli eventuali cambiamenti intervenuti nel portafoglio dei progetti ammissibili.

Questa fase è fondamentale per mantenere la fiducia degli investitori e dimostrare l'allineamento dell'emissione ai principi e agli impegni definiti nel Social Bond Framework.

2.3.5 Reporting sull'allocazione e sui risultati sociali

La fase di reporting rappresenta uno dei momenti più delicati del processo di emissione. Essa consente di rendere conto agli investitori e al mercato dell'allocazione dell'importo equivalente ai proventi netti e dei risultati sociali attesi o osservati associati ai progetti finanziati.

Il reporting si configura quindi come uno strumento essenziale di trasparenza, accountability e legittimazione dello strumento, in un contesto in cui la credibilità del mercato dipende in larga misura dalla qualità delle informazioni disponibili.

In linea con i Social Bond Principles, gli emittenti sono generalmente chiamati a fornire report periodici che includono due principali dimensioni informative:

1. Allocation reporting

Questa componente riguarda la rendicontazione dell'allocazione e include informazioni quali:

- l'ammontare complessivo dell'importo allocato;
- la quota dell'importo non ancora allocata;
- la ripartizione dell'importo allocato tra i diversi progetti o categorie di intervento;
- la localizzazione geografica delle iniziative finanziate;
- lo stato di avanzamento dei progetti.

L'obiettivo è consentire agli investitori di verificare che le allocazioni siano coerenti con quanto dichiarato nel Social Bond Framework.

2. Impact reporting

Questa componente riguarda la rendicontazione dei risultati sociali associati ai progetti finanziati. Gli indicatori utilizzati possono includere:

- numero di beneficiari raggiunti;
- accesso a servizi essenziali (sanità, istruzione, abitazione);
- numero di posti di lavoro creati o sostenuti;
- unità abitative costruite o ristrutturate;

- supporto fornito a piccole imprese o categorie vulnerabili.

Accanto agli indicatori quantitativi, sta emergendo una crescente attenzione verso l'integrazione di informazioni qualitative, in grado di descrivere in modo più articolato i cambiamenti prodotti e il contesto in cui essi si inseriscono.

Nonostante i progressi compiuti, la valutazione dell'impatto sociale presenta ancora numerose criticità. Tra le principali si possono evidenziare:

- la difficoltà di standardizzazione degli indicatori, che limita la comparabilità tra emissioni;
- la complessità nella raccolta e nella validazione dei dati, soprattutto nei contesti più articolati;
- il rischio di focalizzarsi sugli output piuttosto che sugli outcome, privilegiando ciò che è facilmente misurabile;
- il rischio di social washing, legato a una rappresentazione eccessivamente ottimistica dei risultati.

Per affrontare tali problematiche, il mercato sta progressivamente sviluppando pratiche più strutturate e metodologie più rigorose, anche attraverso il ricorso a standard internazionali e a verifiche indipendenti.

In questo contesto, il reporting non deve essere inteso come un mero adempimento informativo, ma come un processo dinamico che contribuisce a migliorare la qualità delle decisioni, a rafforzare il dialogo con gli stakeholder e a promuovere una maggiore responsabilità nella gestione delle risorse.

2.4 Verifica indipendente: ruolo, ambito e limiti

La verifica indipendente rappresenta uno strumento rilevante per rafforzare l'integrità e la credibilità del mercato dei social bond. In un contesto nel quale i Social Bond Principles costituiscono linee guida volontarie, il ricorso a soggetti terzi specializzati contribuisce ad accrescere l'affidabilità delle informazioni fornite dagli emittenti e a ridurre le asimmetrie informative nei confronti degli investitori.

I soggetti terzi specializzati possono intervenire in diverse fasi del processo. Le principali attività possono riguardare l'esame del Social Bond Framework, la verifica dell'allocazione dei proventi e, nei limiti dell'incarico ricevuto, il controllo di specifiche informazioni o metriche contenute nei report post-emissione. La presenza di tali verifiche contribuisce ad accrescere la fiducia degli investitori e a favorire una maggiore disciplina di mercato.

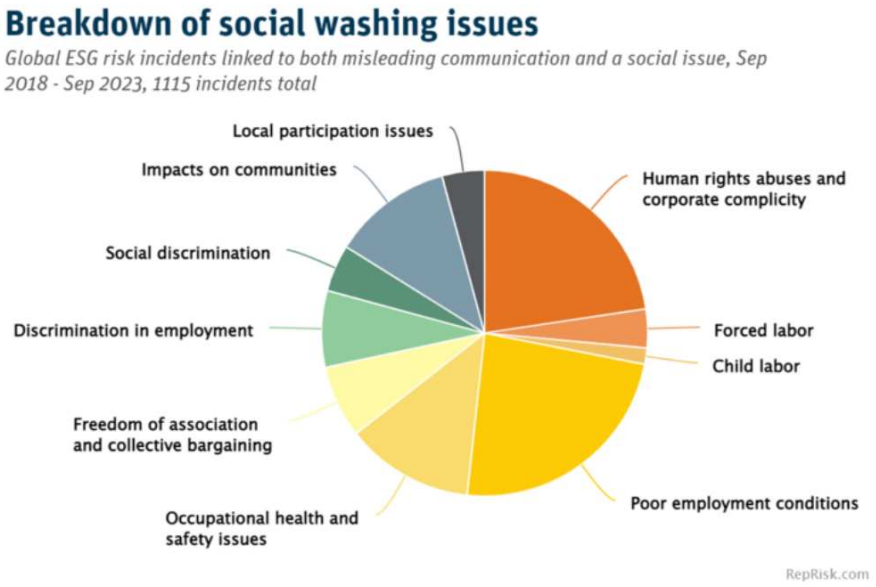
La portata della verifica deve tuttavia essere valutata con attenzione. Essa può riguardare soltanto l'allocazione finanziaria, determinate procedure interne o un numero circoscritto di indicatori, senza estendersi necessariamente all'intero report o all'effettivo cambiamento

prodotto per i beneficiari. La verifica della correttezza delle informazioni non costituisce pertanto, di per sé, una garanzia del conseguimento dell'impatto sociale dichiarato.

Nonostante i progressi registrati negli ultimi anni, la verifica indipendente presenta ancora alcune criticità. L'eterogeneità degli incarichi, delle metodologie adottate e dei livelli di assurance può rendere difficile il confronto tra emissioni diverse. Inoltre, le verifiche possono concentrarsi prevalentemente sull'allocazione dei proventi o su indicatori di output, senza comprendere necessariamente gli outcome di lungo periodo. A ciò si aggiunge la complessità della raccolta e del controllo dei dati, soprattutto quando i risultati sociali sono indiretti o difficilmente quantificabili.

Un'ulteriore criticità riguarda il rischio di social washing, ossia la possibilità che le informazioni comunicate dagli emittenti non riflettano pienamente l'effettivo impatto dei progetti finanziati. Tale rischio evidenzia l'importanza di rafforzare i meccanismi di verifica e di sviluppare approcci più rigorosi e trasparenti nella rendicontazione. La varietà delle problematiche sociali associate agli episodi di comunicazione fuorviante considerati da RepRisk è rappresentata nella Figura 2.3[14].

Figura 2.3 – Distribuzione degli incidenti di social washing per tipologia di problematica sociale, settembre 2018 - settembre 2023



Fonte: RepRisk (2023), On the Rise: Navigating the Wave of Greenwashing and Social Washing, Figura 4.

[14] RepRisk, On the Rise: Navigating the Wave of Greenwashing and Social Washing, 2023

Alla luce di queste considerazioni, appare evidente come la verifica e il reporting rappresentino non solo strumenti operativi, ma anche elementi chiave per il consolidamento del mercato dei social bond. Il loro sviluppo futuro sarà determinato dalla capacità degli operatori di migliorare la qualità delle informazioni, promuovere una maggiore armonizzazione degli standard e rafforzare il ruolo delle verifiche indipendenti.

In conclusione, i social bond si configurano come strumenti della finanza sostenibile che consentono di associare obiettivi finanziari alla destinazione dei proventi verso attività aventi finalità sociali, accompagnando tale destinazione con specifici impegni di selezione, trasparenza e reporting. Il framework sviluppato negli ultimi anni, basato in particolare sui Social Bond Principles, ha contribuito a definire un insieme di pratiche condivise che favoriscono trasparenza e credibilità. Tuttavia, la piena maturità del mercato richiederà ulteriori progressi, soprattutto in relazione alla misurazione dell'impatto sociale e alla comparabilità delle emissioni. In questa prospettiva, il rafforzamento delle pratiche di verifica e reporting rappresenta una condizione essenziale per garantire che i social bond possano effettivamente contribuire alla mobilitazione di capitali verso obiettivi di sviluppo sostenibile e di miglioramento del benessere collettivo.

3. Analisi del mercato dei social bond

3.1 Dimensioni del mercato e trend di crescita

Il mercato dei social bond costituisce una componente ormai stabile del più ampio comparto delle obbligazioni sostenibili, pur mantenendo dimensioni inferiori rispetto a quello dei green bond e una maggiore eterogeneità nelle categorie di progetti, nella composizione degli emittenti e nelle metriche utilizzate per la rendicontazione dei risultati.

I social bond consentono di destinare i proventi netti dell'emissione, o un importo equivalente, al finanziamento o al rifinanziamento di progetti sociali ammissibili. Tale destinazione non dimostra, tuttavia, che il beneficio sociale atteso sia stato necessariamente conseguito: la valutazione richiede di distinguere tra allocazione finanziaria, attività finanziate, risultati osservati e impatto attribuibile.

La crisi pandemica ha rappresentato un momento di forte accelerazione del mercato, poiché governi e istituzioni sovranazionali hanno mobilitato capitali per sostenere occupazione, redditi e servizi essenziali. Parallelamente, la crescente integrazione dei fattori ESG nelle strategie degli investitori ha rafforzato la domanda di strumenti orientati a finalità sociali. L'evoluzione successiva non è stata però lineare e deve essere analizzata tenendo conto sia dei volumi sia della composizione delle emissioni.

Alla luce di tali dinamiche, il presente capitolo si propone di analizzare in maniera approfondita il mercato dei social bond, esaminandone le dimensioni, i principali trend evolutivi, la struttura degli emittenti, le tipologie di progetti finanziati e, infine, le implicazioni in termini di impatto e performance. L'obiettivo è fornire una visione critica e sistematica di questo segmento della finanza sostenibile, evidenziandone le potenzialità e le principali criticità.

3.1.1 Evoluzione quantitativa del mercato

L'analisi dell'evoluzione del mercato evidenzia come il periodo 2020–2021 rappresenti un vero e proprio punto di discontinuità. In questi anni, le emissioni di social bond hanno registrato un incremento senza precedenti, trainato principalmente da interventi pubblici e da iniziative promosse da istituzioni finanziarie internazionali. Prima di tale periodo, infatti, i social bond rappresentavano una componente marginale del mercato complessivo dei sustainable bonds, dominato principalmente dai green bond.
I fattori che hanno contribuito a tale crescita possono essere sintetizzati in tre elementi principali:

- **intervento pubblico massiccio**, attraverso programmi di sostegno economico e sociale;
- **ruolo delle istituzioni sovranazionali**, che hanno agito come catalizzatori del mercato;

- **rafforzamento della domanda da parte degli investitori ESG**, interessati a strumenti orientati a finalità sociali e accompagnati da specifici impegni di allocazione e reporting.

Dopo il picco registrato durante la pandemia, l'andamento delle emissioni sociali non è stato lineare. Il mercato ha mantenuto dimensioni rilevanti, ma ha alternato fasi di crescita e contrazione, riflettendo la progressiva riduzione delle emissioni emergenziali e il mutamento delle condizioni macroeconomiche.

Secondo il rapporto *Sustainable Debt Global State of the Market 2025* della Climate Bonds Initiative, nel 2025 le emissioni di social bond considerate allineate alle metodologie dell'organizzazione sono state pari a 141,2 miliardi di dollari, in diminuzione del 19% rispetto ai 175,2 miliardi registrati nel 2024. Nello stesso anno, le emissioni allineate di green bond hanno raggiunto 653,5 miliardi di dollari, quelle di sustainability bond 217,3 miliardi e quelle di sustainability-linked bond 14 miliardi. I social bond hanno pertanto rappresentato circa il 14% del volume annuale GSS+ allineato[1].

Nel complesso, le emissioni GSS+ allineate hanno superato un trilione di dollari per il terzo anno consecutivo, mentre il relativo volume cumulato ha raggiunto 6,8 trilioni di dollari alla fine del 2025. I dati confermano che i social bond costituiscono ormai una componente strutturale della finanza sostenibile, ma mostrano anche che il segmento rimane sensibilmente più piccolo del mercato dei green bond e soggetto a variazioni annuali significative[2].

Tabella 3.1 – Dimensioni del mercato dei social bond e del mercato GSS+ nel 2025

Indicatore	Valore
Emissioni social bond allineate nel 2025	141,2 miliardi USD
Variazione rispetto al 2024	-19%
Quota delle emissioni GSS+ allineate	14%
Volume cumulato dei social bond allineati	1.257,9 miliardi USD
Emissioni GSS+ allineate nel 2025	1.026 miliardi USD
Volume cumulato GSS+ allineato	6.754,6 miliardi USD

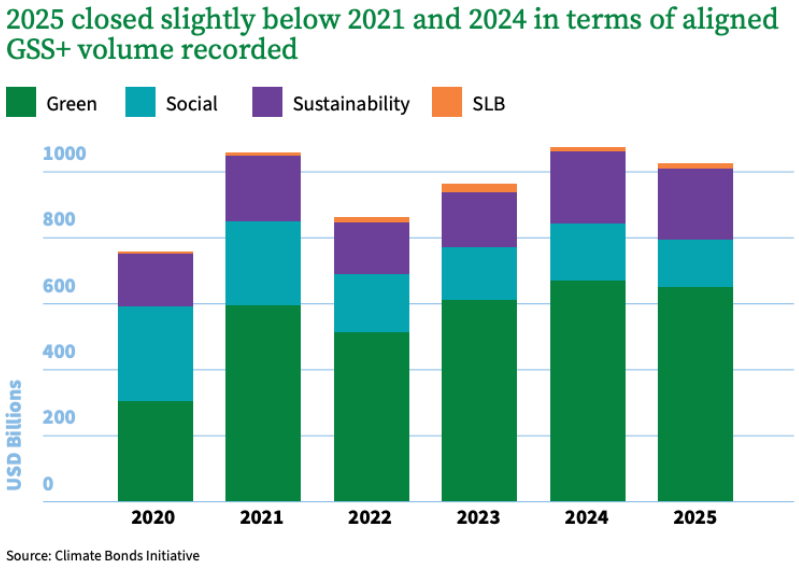
Fonte: elaborazione propria su Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Global State of the Market 2025, 2026.

[1] Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Global State of the Market 2025, Londra, 2026, pp. 4-5.

[2] Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Global State of the Market 2025, cit., pp. 2 e 4.

L'evoluzione annuale delle diverse componenti del mercato GSS+ è rappresentata nella Figura 3.1. Il grafico mostra il ruolo dominante dei green bond e la maggiore variabilità del segmento sociale, il cui volume ha raggiunto il livello massimo durante la fase pandemica per poi ridimensionarsi negli anni successivi.

Figura 3.1 – Evoluzione delle emissioni GSS+ allineate per tipologia, 2020–2025



Fonte: Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Global State of the Market 2025, 2026, p. 4.

Il calo osservato nel 2025 non implica quindi la scomparsa del segmento, ma evidenzia il venir meno di parte delle emissioni straordinarie collegate alla fase emergenziale.

3.1.2 Fattori di crescita

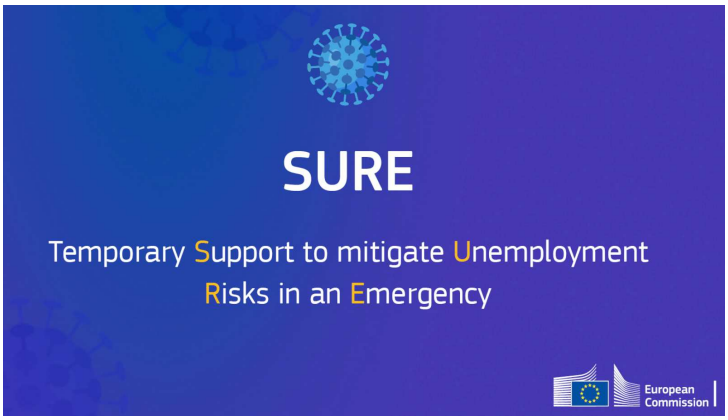
La crescita del mercato dei social bond non può essere spiegata esclusivamente come una risposta contingente alla crisi pandemica, ma deve essere interpretata alla luce di fattori strutturali di lungo periodo.

Innanzitutto, uno dei principali driver è rappresentato dall'aumento della domanda di investimenti responsabili. Gli investitori istituzionali, in particolare, hanno progressivamente integrato i criteri ESG nelle proprie strategie, riconoscendo il ruolo della sostenibilità nella gestione del rischio e nella creazione di valore nel lungo periodo. In questo contesto, i social bond rappresentano uno strumento attraverso il quale gli investitori possono affiancare agli obiettivi finanziari una destinazione dei proventi orientata a finalità sociali, risultando coerenti con strategie di investimento responsabile e di impact investing.

Le politiche pubbliche hanno svolto un ruolo determinante nel sostenere lo sviluppo del mercato. Attraverso programmi di emissione su larga scala, strategie di finanza sostenibile e

iniziative istituzionali, le autorità pubbliche hanno contribuito a creare condizioni favorevoli alla diffusione dei social bond. In particolare, l'azione delle istituzioni europee e delle organizzazioni internazionali ha avuto un effetto moltiplicatore, rafforzando la fiducia degli investitori e incentivando la partecipazione di nuovi emittenti. Un esempio particolarmente significativo è rappresentato dal programma europeo SURE, istituito nel 2020 per sostenere i regimi di riduzione dell'orario lavorativo, i lavoratori autonomi e altre misure finalizzate alla tutela dell'occupazione durante la pandemia.

Figura 3.2 – Il programma europeo SURE e il finanziamento delle misure di tutela dell'occupazione



Fonte: Commissione europea, SURE.

Tra ottobre 2020 e dicembre 2022 la Commissione europea ha raccolto complessivamente 98,4 miliardi di euro attraverso nove emissioni di social bond realizzate nell'ambito di uno specifico Social Bond Framework[3]. Per dimensione e domanda degli investitori, SURE ha costituito uno dei principali programmi di emissione sociale a livello internazionale.

Un ulteriore esempio rilevante è rappresentato dalla Banca europea per gli investimenti, che nel 2018 ha avviato il programma di Sustainability Awareness Bonds (SAB). Tali obbligazioni applicano la struttura *use of proceeds* al finanziamento di attività con finalità ambientali e sociali ulteriori rispetto alla mitigazione climatica. Il programma, inizialmente concentrato sul settore idrico, è stato successivamente esteso ad ambiti quali sanità, istruzione ed edilizia sociale e accessibile. Per precisione, questi strumenti devono essere indicati come Sustainability Awareness Bonds e non genericamente come social bond, poiché comprendono sia categorie ambientali sia categorie sociali[4].

All'interno del Gruppo Banca Mondiale, un ruolo specifico nel mercato dei social bond è svolto dall'International Finance Corporation (IFC), che nel 2017 ha avviato un Social Bond

[3] Commissione europea, SURE – The European Instrument for Temporary Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency, sezione dedicata alle emissioni di social bond.

[4] European Investment Bank, EIB Issues First Sustainability Awareness Bond, 6 settembre 2018; European Investment Bank, Sustainability Awareness Bonds Framework, 2023, p. 8.

Program allineato ai Social Bond Principles dell'ICMA. Il programma è destinato al finanziamento di progetti rivolti a popolazioni vulnerabili e sotto-servite nei mercati emergenti, comprese comunità a basso reddito, donne imprenditrici e soggetti con accesso limitato a infrastrutture e servizi essenziali. La distinzione è rilevante perché l'IFC è l'entità del Gruppo Banca Mondiale dotata di uno specifico programma di emissione di social bond[5].

Un ulteriore fattore che ha sostenuto lo sviluppo del mercato è rappresentato dalla progressiva standardizzazione delle pratiche di emissione. L'adozione dei Social Bond Principles ha contribuito a definire un quadro condiviso in materia di utilizzo dei proventi, selezione dei progetti, gestione delle risorse e reporting[6]. Ciò ha favorito una maggiore trasparenza delle emissioni e ha ridotto parte dell'incertezza informativa per gli investitori. La comparabilità rimane tuttavia limitata dall'eterogeneità dei progetti, delle popolazioni target e degli indicatori utilizzati. Gli standard volontari contribuiscono inoltre a presidiare l'integrità del mercato, senza poter eliminare completamente il rischio di utilizzi impropri dell'etichetta sociale.

I social bond presentano inoltre una frequente connessione con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, utilizzati dagli emittenti come quadro di riferimento per collegare le categorie di progetti finanziati a obiettivi sociali più ampi. Tale allineamento può agevolare la comunicazione delle finalità dell'emissione e rafforzarne la rilevanza strategica, ma non costituisce, di per sé, una dimostrazione del conseguimento degli obiettivi dichiarati o dell'impatto sociale prodotto.

Nonostante questi fattori favorevoli, lo sviluppo futuro del mercato dei social bond dipende dalla capacità di affrontare alcune criticità strutturali. Le principali riguardano la definizione delle attività sociali ammissibili, la qualità e la comparabilità delle informazioni, la misurazione dei risultati e la diversificazione della base degli emittenti.
Una delle principali difficoltà riguarda la misurazione della dimensione sociale. A differenza di alcuni progetti ambientali, per i quali possono essere utilizzati indicatori fisici relativamente standardizzati, gli interventi sociali presentano risultati fortemente dipendenti dal contesto, dalle caratteristiche dei beneficiari e dalla durata dell'osservazione. Indicatori come il numero di persone raggiunte, di abitazioni finanziate, di prestiti concessi o di posti di lavoro sostenuti descrivono prevalentemente gli output dell'intervento, ma non dimostrano necessariamente un miglioramento duraturo delle condizioni dei beneficiari. La valutazione dell'impatto richiede infatti di distinguere tra risorse allocate, attività realizzate, risultati osservati e cambiamenti attribuibili al progetto finanziato.

---

[5] International Finance Corporation, *Social Bonds – IFC Social Bond Program*, World Bank Group, consultato il 2 agosto 2026.

[6] International Capital Market Association, Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, giugno 2025, sezioni "Introduction" e "Social Bond Principles".

La mancanza di metodologie pienamente uniformi può ridurre la comparabilità tra emissioni e rendere più complessa la valutazione da parte degli investitori. Social bond riferiti alla stessa categoria possono utilizzare popolazioni target, criteri di ammissibilità e indicatori differenti. Inoltre, gli emittenti possono disporre di dati diversi per granularità, frequenza e qualità. Per rafforzare la credibilità del mercato non è quindi sufficiente aumentare il numero degli indicatori pubblicati: è necessario rendere trasparenti le definizioni utilizzate, le fonti dei dati, le metodologie di calcolo, le principali assunzioni e gli eventuali limiti della rendicontazione.

Nel quadro europeo, la Tassonomia UE attualmente vigente costituisce un sistema di classificazione delle attività economiche ambientalmente sostenibili e non comprende una tassonomia sociale operativa. Nel febbraio 2022 la Platform on Sustainable Finance ha pubblicato una proposta relativa a una possibile social taxonomy, con l'obiettivo di individuare attività in grado di contribuire a finalità sociali e di prevenire impatti negativi. Tale proposta ha tuttavia natura consultiva e non è stata recepita in una disciplina vincolante. Di conseguenza, per i social bond non esiste attualmente un sistema normativo europeo di classificazione equivalente a quello previsto per le attività ambientali.

In assenza di una tassonomia sociale vincolante, l'armonizzazione del mercato continua a fondarsi soprattutto sui Social Bond Principles dell'ICMA, sui framework predisposti dagli emittenti e sulle revisioni esterne. I Social Bond Principles hanno natura volontaria e forniscono indicazioni in materia di utilizzo dei proventi, selezione dei progetti, gestione delle risorse e reporting. Essi non certificano automaticamente la qualità sociale di un'emissione, ma rappresentano un riferimento condiviso per accrescerne la trasparenza e consentire agli investitori di valutarne le caratteristiche. Anche l'Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds contribuisce al processo di standardizzazione, fornendo indicazioni metodologiche ed esempi di metriche riferite alle principali categorie di progetti.

Un'ulteriore criticità riguarda il rischio di social washing, ossia la possibilità che l'etichetta sociale o le informazioni comunicate dall'emittente rappresentino in modo incompleto o eccessivamente favorevole le caratteristiche delle attività finanziate e i risultati conseguiti. Il fenomeno può manifestarsi attraverso criteri di ammissibilità troppo generici, popolazioni target definite in modo poco selettivo, indicatori non pertinenti oppure una rendicontazione concentrata esclusivamente sugli importi allocati. Anche il ricorso a una revisione esterna non elimina completamente tale rischio: l'efficacia del controllo dipende dall'indipendenza del soggetto incaricato, dall'ampiezza della verifica e dalle informazioni effettivamente comprese nel mandato. La revisione esterna non deve pertanto essere interpretata come una garanzia generale dell'impatto sociale prodotto.

Un altro elemento rilevante riguarda la composizione degli emittenti. Il contributo di governi, istituzioni sovranazionali e soggetti sostenuti dal settore pubblico è stato determinante per l'espansione del mercato, soprattutto durante la pandemia. Una presenza eccessivamente concentrata su tali categorie potrebbe tuttavia limitare la diversificazione del segmento.

L’ampliamento della partecipazione di banche e imprese private può favorire l’inclusione di nuovi portafogli e categorie di progetti, ma richiede particolare attenzione alla coerenza tra le attività finanziate, la strategia dell’emittente e le popolazioni target. Nel caso delle istituzioni finanziarie, inoltre, il collegamento con il risultato sociale è spesso indiretto, poiché la banca finanzia organizzazioni, imprese o individui che realizzano l’attività finale.

Le possibilità di innovazione riguardano anche lo sviluppo di strutture finanziarie capaci di integrare differenti logiche di sostenibilità. La struttura ordinaria del social bond rimane basata sulla destinazione dei proventi a progetti sociali ammissibili, mentre i sustainability-linked bond collegano alcune caratteristiche finanziarie o strutturali del titolo al raggiungimento di obiettivi misurati attraverso KPI e SPT. Eventuali configurazioni che combinano elementi differenti devono essere descritte con particolare chiarezza, applicando le linee guida pertinenti e mantenendo distinti il controllo sull’allocazione dei proventi e la valutazione delle performance dell’emittente.

Anche le tecnologie digitali possono offrire strumenti utili per migliorare la gestione delle informazioni, l’identificazione delle attività finanziate e la tempestività del reporting. Tali soluzioni non risolvono tuttavia le principali difficoltà metodologiche: una maggiore tracciabilità delle operazioni non garantisce, da sola, che gli indicatori selezionati siano pertinenti o che il cambiamento osservato sia attribuibile al finanziamento. L’innovazione tecnologica deve quindi essere considerata un supporto operativo alla trasparenza, non un sostituto della qualità dei dati e della valutazione sociale.

Nel complesso, le prospettive del mercato dipenderanno non soltanto dalla capacità di incrementare i volumi di emissione, ma soprattutto dal rafforzamento della sua integrità. La definizione di criteri di ammissibilità chiari, la selezione di popolazioni target coerenti, il miglioramento della comparabilità e la distinzione tra allocazione, output, outcome e impatto costituiscono condizioni essenziali per consolidare la fiducia degli investitori. Un mercato più ampio ma caratterizzato da informazioni poco verificabili rischierebbe infatti di indebolire la funzione dei social bond; al contrario, una crescita accompagnata da framework solidi, revisioni trasparenti e rendicontazioni rigorose potrebbe rafforzarne il contributo al finanziamento di obiettivi sociali.

3.2 Principali emittenti (pubblici e privati)

Il mercato dei social bond è caratterizzato dalla presenza di una pluralità di emittenti, riconducibili principalmente al settore pubblico, alle istituzioni sovranazionali e al settore privato. Tale eterogeneità riflette l’ampiezza delle finalità perseguite attraverso questi strumenti, che possono riguardare l’accesso ai servizi essenziali, l’edilizia abitativa accessibile, il sostegno all’occupazione, l’inclusione finanziaria e il finanziamento di attività rivolte a specifiche popolazioni target.

La natura dell'emittente incide sulle caratteristiche dell'operazione e sulla composizione delle attività finanziate. I governi, gli enti pubblici e le istituzioni sovranazionali tendono a collegare le emissioni a programmi di politica economica e sociale di ampia portata, destinati, ad esempio, alla protezione dell'occupazione, al finanziamento di infrastrutture sociali o al miglioramento dell'accesso ai servizi essenziali. Le banche e le altre imprese private utilizzano invece frequentemente i proventi per finanziare o rifinanziare portafogli di prestiti, attività aziendali o progetti realizzati da soggetti terzi.

Queste differenze incidono anche sulle modalità di rendicontazione. Nel caso dei programmi pubblici, l'emittente può disporre di informazioni aggregate relative alla destinazione delle risorse e ai beneficiari delle misure finanziate. Nel caso degli intermediari finanziari, invece, la distanza tra emittente, debitore finanziato e beneficiario finale può rendere più complessa la raccolta dei dati e l'attribuzione dei risultati sociali. La qualità delle informazioni dipende pertanto non soltanto dalla natura dell'emittente, ma anche dalla struttura del portafoglio, dalla disponibilità dei dati e dal grado di controllo esercitato sulle attività finanziate.

La tipologia dell'emittente assume rilievo anche sotto il profilo finanziario. Il merito creditizio, la capacità di accesso al mercato, la reputazione e la struttura dell'operazione influenzano il rendimento richiesto dagli investitori e la percezione del rischio. Al tempo stesso, la credibilità sociale dell'emissione dipende dalla chiarezza del framework, dalla coerenza dei criteri di selezione, dalla trasparenza dell'allocazione e dalla qualità del reporting. Risulta quindi opportuno distinguere tra emittenti pubblici e sovranazionali, da un lato, e soggetti privati, dall'altro, evidenziandone specificità, motivazioni e modalità di utilizzo dei social bond.

3.2.1 Emittenti pubblici e sovranazionali

Gli emittenti pubblici rappresentano una quota significativa del mercato. Tra questi si includono:

- governi nazionali;
- enti locali;
- istituzioni sovranazionali;
- banche multilaterali di sviluppo.

Questi soggetti svolgono un ruolo cruciale, in quanto dispongono delle risorse finanziarie, della capacità istituzionale e degli strumenti di policy necessari per implementare programmi sociali su larga scala. Le emissioni dei soggetti pubblici sono spesso destinate al finanziamento di politiche di welfare, infrastrutture sociali e interventi di inclusione, orientando risorse verso obiettivi di interesse collettivo.

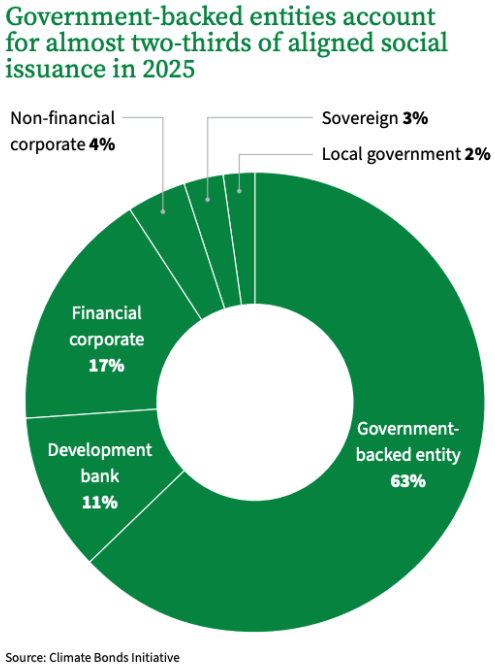
Le istituzioni sovranazionali, in particolare, hanno contribuito in modo determinante allo sviluppo del mercato, grazie alla loro elevata credibilità, alla solidità finanziaria e ai rating

generalmente elevati. Tali caratteristiche consentono loro di attrarre una vasta platea di investitori e di fungere da benchmark per le emissioni successive, favorendo la diffusione di buone pratiche in materia di trasparenza, rendicontazione dell'allocazione e comunicazione dei risultati sociali.

Un ulteriore elemento distintivo degli emittenti pubblici riguarda la loro capacità di agire in modo anticiclico, sostenendo l'economia e il tessuto sociale anche in contesti di crisi. In tali situazioni, i social bond possono rappresentare uno strumento particolarmente efficace per mobilitare risorse verso interventi urgenti, come dimostrato in occasione di recenti shock economici e sanitari.

La composizione del mercato nel 2025 conferma il peso ancora predominante dei soggetti sostenuti dal settore pubblico. Come mostra la Figura 3.3, le government-backed entities hanno rappresentato il 63% delle emissioni sociali allineate, mentre la partecipazione delle imprese non finanziarie è rimasta più limitata[7].

Figura 3.3 – Composizione delle emissioni sociali allineate per tipologia di emittente nel 2025



Fonte: Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Global State of the Market 2025, 2026, p. 7.

[7] Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Global State of the Market 2025, cit., p. 7.

3.2.2 Emittenti privati

Negli ultimi anni, si è registrato un aumento della partecipazione del settore privato, con emissioni da parte di:

- banche commerciali;
- imprese;
- istituzioni finanziarie non bancarie.

Le banche, in particolare, utilizzano i social bond per finanziare programmi di inclusione finanziaria, supporto alle piccole e medie imprese e accesso al credito per categorie svantaggiate. In questo senso, esse svolgono un ruolo di intermediazione fondamentale, canalizzando le risorse raccolte verso beneficiari finali e contribuendo alla diffusione capillare degli strumenti di finanza sostenibile.

Le imprese possono ricorrere ai social bond per finanziare o rifinanziare progetti sociali ammissibili connessi, ad esempio, all'accesso ai servizi essenziali, al sostegno dell'occupazione o allo sviluppo delle comunità in cui operano. In questi casi, l'emissione risponde a esigenze di raccolta e consente di rendere più trasparente la destinazione delle risorse verso finalità sociali definite.

Le istituzioni finanziarie non bancarie possono infine utilizzare i social bond per finanziare portafogli rivolti a specifiche categorie di beneficiari, come microimprese, operatori dell'economia sociale o soggetti con accesso limitato ai tradizionali canali di credito.

La partecipazione del settore privato amplia le categorie di attività finanziabili e introduce modelli nei quali i proventi sono collegati a portafogli di prestiti o esposizioni creditizie. Nel caso delle banche, l'emittente non realizza necessariamente il progetto sociale, ma finanzia organizzazioni, imprese o individui che svolgono l'attività finale. Questa configurazione rende particolarmente rilevanti la qualità dei sistemi informativi, la disponibilità dei dati forniti dai soggetti finanziati e la capacità dell'emittente di collegare in modo trasparente le attività comprese nel portafoglio ai risultati sociali rendicontati.

3.3 Tipologie di progetti finanziati (social housing, istruzione, sanità, ecc.)

I social bond possono finanziare o rifinanziare un'ampia gamma di attività destinate ad affrontare problematiche sociali e a sostenere specifiche popolazioni target. Le principali categorie comprendono l'edilizia abitativa accessibile, l'accesso ai servizi essenziali, l'istruzione, la sanità, l'inclusione finanziaria e la generazione di occupazione[8].

[8] International Capital Market Association, Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, cit., sezione "Use of Proceeds".

L’inserimento di un’attività in una di queste categorie indica la finalità sociale perseguita, ma non dimostra automaticamente il conseguimento del risultato atteso. La qualità dell’intervento dipende dalla definizione dei beneficiari, dai criteri di ammissibilità, dall’utilizzo delle risorse e dalla disponibilità di indicatori adeguati.

Uno degli ambiti di intervento più rilevanti è rappresentato dall’edilizia residenziale accessibile, comunemente definita social housing. Questo tipo di intervento mira a contrastare il crescente problema del disagio abitativo, particolarmente diffuso nelle aree urbane caratterizzate da elevati costi immobiliari e da una domanda abitativa in costante aumento.
I progetti finanziati attraverso social bond in questo settore sono generalmente finalizzati a:

- aumentare la disponibilità di alloggi a prezzi accessibili;
- migliorare le condizioni abitative di famiglie a basso reddito;
- favorire l’inclusione sociale attraverso politiche abitative integrate.

Oltre alla dimensione abitativa, tali interventi possono produrre effetti territoriali più ampi, come la riqualificazione urbana e il rafforzamento dell’inclusione sociale; questi risultati devono tuttavia essere valutati attraverso indicatori specifici e non possono essere desunti dalla sola costruzione o ristrutturazione degli immobili. L’efficacia sociale dipende anche dai criteri di accessibilità economica adottati, dalla durata dei benefici e dalla capacità degli interventi di raggiungere le popolazioni target individuate.

Un altro ambito fondamentale riguarda l’istruzione e la formazione, considerati strumenti chiave per promuovere la mobilità sociale e ridurre le disuguaglianze economiche. L’accesso a un’istruzione di qualità rappresenta infatti uno dei principali fattori in grado di influenzare le opportunità individuali nel lungo periodo. Le emissioni sociali possono sostenere infrastrutture educative, programmi di accesso all’istruzione e percorsi di formazione professionale rivolti a studenti e lavoratori appartenenti a popolazioni svantaggiate. I social bond vengono utilizzati per finanziare una vasta gamma di iniziative educative, tra cui:

- costruzione e ristrutturazione di scuole e università;
- programmi di borse di studio per studenti svantaggiati;
- percorsi di formazione professionale;
- iniziative di alfabetizzazione digitale.

Questi interventi risultano particolarmente rilevanti nei contesti in cui esistono forti disparità nell’accesso all’istruzione.

Il settore sanitario rappresenta un’altra area centrale per l’utilizzo dei social bond, soprattutto alla luce delle criticità emerse durante la pandemia. L’accesso equo ai servizi sanitari è infatti un elemento essenziale per garantire il benessere sociale e la resilienza dei sistemi economici.
I progetti finanziati in questo ambito includono:

- costruzione e ammodernamento di ospedali;
- programmi di prevenzione e diagnosi precoce;
- accesso ai farmaci essenziali;
- servizi sanitari per comunità marginalizzate.

Oltre a migliorare la disponibilità e la qualità dei servizi, tali interventi sono orientati a ridurre le disuguaglianze nell'accesso alle cure; il risultato deve tuttavia essere verificato attraverso indicatori riferiti alle popolazioni target e non può essere desunto dal solo importo finanziato.

L'inclusione finanziaria rappresenta un altro ambito chiave di intervento, poiché riguarda l'accesso di individui e imprese a servizi finanziari essenziali, con particolare attenzione ai soggetti esclusi o insufficientemente serviti dal sistema finanziario tradizionale.
In molti contesti, soprattutto nei Paesi emergenti, una parte significativa della popolazione rimane esclusa dal sistema finanziario tradizionale. I social bond possono sostenere la riduzione di tale divario attraverso il finanziamento di:

- programmi di microcredito;
- supporto finanziario alle piccole e medie imprese;
- accesso ai servizi bancari di base;
- strumenti di educazione finanziaria.

Un esempio è rappresentato dall'International Finance Corporation, il cui Social Bond Program finanzia, tra l'altro, intermediari e progetti rivolti a PMI, imprese guidate da donne e popolazioni con accesso limitato ai servizi finanziari nei mercati emergenti.
Questi interventi sono finalizzati a sostenere l'accesso al credito e lo sviluppo dell'attività imprenditoriale; gli eventuali effetti su occupazione, reddito e condizioni economiche richiedono indicatori ulteriori rispetto al semplice ammontare finanziato.

Infine, un'area di crescente importanza riguarda i progetti finalizzati alla promozione dell'occupazione e allo sviluppo economico inclusivo. La creazione di posti di lavoro, soprattutto per le categorie più vulnerabili, rappresenta infatti un elemento fondamentale per garantire la stabilità sociale e la crescita economica nel lungo periodo.
I social bond possono finanziare:

- programmi di sostegno all'occupazione;
- iniziative di formazione e reinserimento lavorativo;
- supporto alle imprese in difficoltà;
- progetti di sviluppo locale.

Questi interventi risultano particolarmente rilevanti in contesti di crisi economica o in aree caratterizzate da elevati tassi di disoccupazione.

Tra le categorie descritte, l'edilizia abitativa accessibile e il finanziamento delle imprese costituiscono due modelli particolarmente differenti. La prima può essere caratterizzata da esposizioni elevate verso un numero contenuto di organizzazioni, mentre il secondo può comprendere migliaia di prestiti di importo ridotto. Questa differenza incide sulla concentrazione dei portafogli, sulle modalità di raccolta dei dati e sulla tipologia di metriche utilizzabili nella rendicontazione dei risultati.

3.4 Impatto e performance

Nel mercato dei social bond, il concetto di performance comprende due dimensioni complementari, ma analiticamente distinte: la performance sociale delle attività finanziate e la performance economico-finanziaria dei titoli emessi. La prima riguarda la capacità di tradurre l'allocazione delle risorse in risultati rilevanti per le popolazioni target; la seconda concerne invece il rendimento, il rischio, la liquidità e le caratteristiche creditizie dell'obbligazione.

La valutazione della dimensione sociale presenta una complessità maggiore rispetto alla semplice rendicontazione dell'utilizzo dei proventi. L'allocazione consente di individuare le risorse destinate ai progetti ammissibili, mentre gli output descrivono i beni o i servizi direttamente prodotti. La misurazione degli outcome e dell'impatto richiede invece di verificare i cambiamenti osservati nelle condizioni dei beneficiari e, ove possibile, la quota di tali cambiamenti attribuibile all'intervento finanziato. Di conseguenza, l'ammontare delle risorse allocate o il numero dei beneficiari raggiunti costituiscono informazioni rilevanti, ma non dimostrano automaticamente l'impatto sociale prodotto.

Le difficoltà di misurazione non derivano dalla totale assenza di strumenti metodologici. Nel tempo sono stati sviluppati framework, metriche e standard destinati a supportare la rendicontazione e la valutazione dei risultati sociali. Tali strumenti svolgono tuttavia funzioni differenti: alcuni sono concepiti per la misurazione e la gestione dell'impatto degli investimenti, mentre altri riguardano più in generale la sostenibilità, la responsabilità sociale e la rendicontazione dell'organizzazione. La loro applicazione richiede quindi di chiarire l'oggetto, il perimetro e il livello della valutazione.

Una valutazione rigorosa richiede pertanto di selezionare gli strumenti in funzione dell'oggetto dell'analisi, distinguendo tra rendicontazione dell'allocazione, misurazione dei risultati sociali e valutazione finanziaria del titolo. Le sezioni seguenti esaminano separatamente queste dimensioni, approfondendo dapprima le metriche e le metodologie di valutazione dell'impatto e successivamente la performance finanziaria dei social bond.

3.4.1 Valutazione dell'impatto sociale: metriche e metodologie

La valutazione dell'impatto sociale richiede l'impiego di metriche e metodologie coerenti con la natura delle attività finanziate, con le caratteristiche delle popolazioni target e con la

disponibilità dei dati. Non esiste un unico metodo obbligatorio applicabile a tutti i social bond: gli strumenti disponibili differiscono per obiettivi, livello di analisi, grado di standardizzazione e capacità di rappresentare i cambiamenti prodotti.

Con specifico riferimento ai social bond, il principale riferimento metodologico è rappresentato dall'Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds dell'ICMA. Il documento contiene principi e raccomandazioni per la rendicontazione, esempi di indicatori quantitativi e indicazioni settoriali finalizzate a migliorare la coerenza e la comparabilità delle informazioni pubblicate dagli emittenti. Il framework non impone una metodologia causale uniforme e non certifica il conseguimento dell'impatto, ma orienta la selezione e la presentazione delle metriche associate ai progetti sociali. L'edizione 2026 comprende indicazioni specifiche per l'edilizia abitativa accessibile, l'accesso ai servizi essenziali e le infrastrutture di base accessibili. La copertura non è ancora ugualmente dettagliata per tutte le categorie previste dai Social Bond Principles, circostanza che conferma come l'armonizzazione del reporting sociale sia tuttora in evoluzione[9].

La base concettuale delle principali metodologie è rappresentata dalla cosiddetta impact value chain, che distingue tra input, attività, output, outcome e impatto[10]. Gli input rappresentano le risorse finanziarie, umane e materiali impiegate; le attività sono gli interventi realizzati attraverso tali risorse; gli output sono i beni o i servizi direttamente prodotti; gli outcome descrivono i cambiamenti osservati nelle condizioni dei beneficiari; l'impatto riguarda invece la quota di tali cambiamenti attribuibile all'intervento, tenendo conto di ciò che sarebbe avvenuto comunque e del contributo di altri soggetti o fattori esterni.

La distinzione è particolarmente importante nell'analisi dei social bond. Il numero di abitazioni realizzate, di prestiti concessi o di persone raggiunte rappresenta generalmente un output. Per parlare di outcome occorre invece osservare, ad esempio, il miglioramento dell'accessibilità abitativa, dell'accesso al credito o della stabilità occupazionale. L'impatto in senso stretto richiede infine di determinare in quale misura il cambiamento osservato possa essere ricondotto all'intervento finanziato.

Tra le metodologie utilizzabili per la valutazione del valore sociale rientra il Social Return on Investment (SROI), un approccio che mira a esprimere, anche in termini monetari, il valore dei benefici sociali stimati in rapporto alle risorse impiegate.

La sua applicazione comprende generalmente:

- l'identificazione degli stakeholder rilevanti;
- la definizione e la mappatura degli outcome;

---

[9] International Capital Market Association, Handbook – Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds, 2026, "Core Principles and Recommendations for Reporting" e allegati settoriali.

[10] Nicholls, J., Lawlor, E., Neitzert, E., Goodspeed, T. e Cupitt, S., A Guide to Social Return on Investment, The SROI Network – Accounting for Value, 2012.

- la raccolta delle evidenze necessarie;
- l'attribuzione di valori monetari attraverso apposite proxy;
- l'attualizzazione dei benefici stimati.

Per evitare una sovrastima dei risultati, il metodo considera alcuni fattori correttivi:

- il deadweight, ossia ciò che si sarebbe verificato anche in assenza dell'intervento;
- l'attribution, riferita al contributo di altri soggetti o fattori esterni;
- il displacement, ossia l'eventuale spostamento di un problema o di un effetto verso altri soggetti, attività o territori;
- il drop-off, che rappresenta la progressiva riduzione del risultato nel tempo[11].

Una volta stimati e attualizzati i benefici, il rapporto SROI viene calcolato come segue:

$$SROI = \frac{\text{Valore attuale dei benefici}}{\text{Valore degli input}}$$

Formula 3.1 - Calcolo del Social Return on Investment

Fonte: Nicholls, J., Lawlor, E., Neitzert, E. e Goodspeed, T., A Guide to Social Return on Investment, The SROI Network, 2012.

Il numeratore rappresenta il valore attuale dei benefici sociali stimati, mentre il denominatore corrisponde al valore complessivo degli input impiegati. Un valore SROI pari, ad esempio, a 2 indica che, sulla base dei dati e delle assunzioni utilizzate, ad ogni euro investito corrispondono due euro di valore sociale stimato.

Il risultato non deve tuttavia essere interpretato come una misura oggettiva e universalmente comparabile. Esso dipende dalla selezione degli outcome, dalla qualità dei dati, dalle proxy monetarie adottate e dai fattori correttivi applicati. Inoltre, la monetizzazione di benefici sociali complessi comporta inevitabilmente un margine di giudizio. Per tali ragioni, lo SROI è uno strumento utile per rappresentare la relazione tra risorse e valore sociale stimato, ma richiede trasparenza metodologica e un'attenta analisi di sensibilità.

La sua applicazione richiede infine competenze specialistiche, disponibilità di dati e un significativo impiego di risorse. Ciò ne limita la standardizzazione e rende difficoltoso il confronto diretto tra analisi riferite a progetti, emittenti o periodi differenti.

Tra gli strumenti sviluppati nell'ambito dell'impact investing rientra IRIS+, sistema gestito dal Global Impact Investing Network. IRIS+ mette a disposizione un catalogo strutturato di

[11] Nicholls et al., A Guide to Social Return on Investment, cit., sezioni dedicate alla definizione dell'impatto e al calcolo del rapporto SROI.

metriche qualitative e quantitative finalizzate a misurare e gestire la performance sociale, ambientale e finanziaria degli investimenti. La disponibilità di definizioni condivise può favorire la coerenza nella selezione degli indicatori e la comparabilità delle informazioni. IRIS+ non costituisce tuttavia una certificazione e l'utilizzo delle sue metriche non dimostra, di per sé, il conseguimento dell'impatto dichiarato.

La versione attualmente disponibile è IRIS+ 5.3c, pubblicata nel dicembre 2025[12]. La struttura del sistema è significativamente più evoluta rispetto alle prime configurazioni di IRIS; di conseguenza, le critiche formulate nella letteratura del 2013 e del 2014 devono essere presentate come riferite alle versioni allora disponibili. Tali contributi evidenziavano soprattutto l'elevato numero di indicatori, il prevalente orientamento alla rendicontazione e la difficoltà di utilizzare singole metriche per confrontare progetti differenti o dimostrare cambiamenti effettivi nella vita dei beneficiari. Queste osservazioni mantengono una rilevanza metodologica generale, ma non devono essere attribuite indistintamente alla configurazione attuale di IRIS+.

Nello stesso percorso di sviluppo degli strumenti di impact investing si colloca il Global Impact Investing Rating System (GIIRS), elaborato da B Lab per attribuire valutazioni a imprese e fondi sulla base di dimensioni quali governance, lavoratori, comunità e ambiente. Il GIIRS ha rappresentato un tentativo di standardizzare la valutazione delle organizzazioni e dei fondi, ma opera a un livello differente rispetto alla misurazione dell'impatto di uno specifico social bond. La sua utilità è quindi prevalentemente storica e complementare: può fornire informazioni sulle caratteristiche complessive dell'organizzazione, ma non dimostra l'attribuzione dei risultati sociali alle risorse raccolte mediante una singola emissione.

Accanto agli strumenti specificamente sviluppati nell'ambito dell'impact investing, esistono framework e standard rivolti alla valutazione della sostenibilità e della responsabilità sociale dell'organizzazione nel suo complesso. Tra questi rientrano i criteri ESG, utilizzati per analizzare fattori ambientali, sociali e di governance e per supportare le decisioni di investimento e la gestione del rischio. Tali criteri possono fornire informazioni complementari sulla qualità e sulla sostenibilità dell'emittente, ma non costituiscono una metodologia specifica per misurare i risultati o l'impatto sociale di un singolo social bond.

Un contributo rilevante alla strutturazione della rendicontazione di sostenibilità è fornito dai GRI Standards, sviluppati dalla Global Reporting Initiative. Essi consentono alle organizzazioni di comunicare i propri impatti più significativi sull'economia, sull'ambiente e sulle persone, inclusi gli impatti sui diritti umani. Il loro oggetto è quindi l'organizzazione nel suo complesso e non il singolo social bond. Possono tuttavia offrire dati e principi utili per comprendere il contesto in cui l'emittente opera e le modalità con cui gestisce i propri impatti. Il sistema è articolato in Universal Standards, Sector Standards e Topic Standards. Gli Universal Standards comprendono GRI 1, relativo ai fondamenti e ai principi del sistema, GRI 2, dedicato alle informazioni generali sull'organizzazione, e GRI 3, riguardante la

[12] Global Impact Investing Network, IRIS+ System, versione 5.3c, dicembre 2025.

determinazione e la gestione dei temi materiali. La materialità è definita in relazione agli impatti più significativi, effettivi o potenziali, dell'organizzazione sull'economia, sull'ambiente e sulle persone.

Tabella 3.2 – Confronto tra GRI Standards e Integrated Reporting Framework

Criterio	GRI Standards	Integrated Reporting Framework (2021)
Natura dello strumento	Sistema di standard per la rendicontazione di sostenibilità, articolato in Universal Standards, Sector Standards e Topic Standards.	Framework basato su principi per la predisposizione di un report integrato, volto a collegare informazioni finanziarie e non finanziarie.
Finalità	Rendicontare gli impatti più significativi dell'organizzazione sull'economia, sull'ambiente e sulle persone, compresi gli impatti sui diritti umani.	Spiegare come strategia, governance, performance e prospettive dell'organizzazione contribuiscano alla creazione, alla conservazione o all'erosione di valore nel breve, medio e lungo periodo.
Prospettiva adottata	Prospettiva orientata agli impatti prodotti dall'organizzazione verso l'esterno, nell'ambito dello sviluppo sostenibile.	Prospettiva orientata al processo di creazione del valore e alle relazioni tra strategia, attività aziendali, rischi, opportunità e capitali utilizzati o influenzati.
Destinatari principali	Ampia pluralità di stakeholder e utilizzatori delle informazioni, tra cui investitori, lavoratori, comunità, clienti, autorità, società civile e altri soggetti interessati agli impatti dell'organizzazione.	Principalmente i fornitori di capitale finanziario, pur considerando le esigenze e gli interessi degli stakeholder rilevanti per la capacità dell'organizzazione di creare valore nel tempo.
Stakeholder engagement	Il coinvolgimento degli stakeholder contribuisce all'identificazione e alla valutazione degli impatti e alla determinazione dei temi materiali.	Il report deve illustrare la natura e la qualità delle relazioni con gli stakeholder rilevanti e spiegare come l'organizzazione ne comprende e considera esigenze e interessi legittimi.

Comparabilità	Le informazioni devono essere selezionate, raccolte e presentate in modo coerente, così da consentire il confronto nel tempo e, ove possibile, con altre organizzazioni. Devono essere indicati metodi, assunzioni ed eventuali variazioni intervenute.	Le informazioni devono essere presentate in modo coerente nel tempo e consentire, nella misura possibile, confronti con altre organizzazioni, tenendo conto delle specificità del modello di business e del processo di creazione del valore.
Materialità	Sono materiali i temi che rappresentano gli impatti più significativi, effettivi o potenziali, positivi o negativi, dell'organizzazione sull'economia, sull'ambiente e sulle persone, inclusi i diritti umani.	Sono materiali le questioni che incidono in modo sostanziale sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio o lungo periodo.
Assurance	L'assurance esterna non è obbligatoria per dichiarare la conformità ai GRI Standards, ma è incoraggiata per accrescere la credibilità delle informazioni. L'organizzazione deve indicare la propria politica in materia e, qualora l'assurance sia svolta, precisarne oggetto e perimetro.	Il Framework non impone un'assurance esterna. La responsabilità dell'integrità del report rimane in capo agli organi di governance; la verifica indipendente può comunque accrescerne affidabilità e credibilità.

Fonte: elaborazione propria sulla base di Global Reporting Initiative, GRI 1: Foundation 2021 e GRI 3: Material Topics 2021; IFRS Foundation, Integrated Reporting Framework, 2021.

L'Integrated Reporting Framework adotta una prospettiva differente, concentrandosi sul modo in cui strategia, governance, performance e prospettive dell'organizzazione concorrono alla creazione, alla conservazione o all'erosione del valore nel breve, medio e lungo periodo. Il framework considera diverse forme di capitale, tra cui il capitale finanziario, umano, sociale e relazionale e naturale. Pur contribuendo a collegare informazioni finanziarie e non finanziarie, non fornisce una metodologia specifica per misurare l'impatto attribuibile a un social bond.

Nel medesimo contesto si collocano lo United Nations Global Compact e i Principles for Responsible Investment. Il primo propone principi volontari in materia di diritti umani, lavoro, ambiente e contrasto alla corruzione; i secondi promuovono l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni degli investitori. Entrambi contribuiscono alla diffusione di pratiche responsabili, ma non costituiscono sistemi di misurazione dei risultati prodotti da una specifica emissione obbligazionaria.

Tra gli standard maggiormente focalizzati sulla dimensione lavorativa rientra la SA8000:2026 – Standard for Decent Work, pubblicata da Social Accountability International. Si tratta di uno

standard volontario e verificabile, finalizzato alla tutela dei diritti dei lavoratori e alla promozione di condizioni di lavoro dignitose lungo le attività e le relazioni dell'organizzazione. La versione 2026 ha sostituito la precedente SA8000:2014 e articola i propri requisiti in principi relativi al lavoro dignitoso e criteri riguardanti il sistema di gestione[13].

Le aree considerate comprendono la protezione dei minori e dei giovani lavoratori, la libertà di associazione e di contrattazione collettiva, la correttezza dei processi di assunzione e cessazione del rapporto, gli orari, la remunerazione e i benefici, la non discriminazione, la salute e sicurezza e la tutela della privacy. Lo standard considera inoltre il coinvolgimento dei lavoratori e degli stakeholder, la gestione dei rischi, i sistemi di monitoraggio e i meccanismi di reclamo. La SA8000 può fornire informazioni utili sulla qualità delle condizioni di lavoro e sui sistemi di gestione sociale dell'organizzazione. Non costituisce tuttavia una metodologia specifica per misurare gli outcome o l'impatto di un social bond. Il suo contributo è quindi complementare e può risultare rilevante, ad esempio, nella valutazione sociale dell'emittente o dei soggetti finanziati.

Nel complesso, l'insieme di questi strumenti ha favorito un significativo miglioramento delle pratiche di reporting e della trasparenza informativa. Permangono tuttavia limiti nella capacità di misurare in modo rigoroso, comparabile e orientato agli outcome i risultati sociali. Tale criticità è particolarmente rilevante per i social bond, la cui credibilità dipende dalla trasparenza dell'allocazione, dalla pertinenza degli indicatori e dalla capacità di distinguere i risultati osservati dall'impatto attribuibile.

A completamento dell'analisi dei principali strumenti di misurazione, risulta utile proporre una lettura trasversale dei modelli considerati, evidenziando alcune condizioni necessarie per il loro impiego nel mercato dei social bond. Gli aspetti maggiormente rilevanti riguardano il perimetro della valutazione, la teoria del cambiamento, il coinvolgimento degli stakeholder, la materialità e la qualità dei dati.

Una prima questione concerne il livello al quale viene svolta l'analisi. Gli standard riferiti all'organizzazione considerano generalmente l'insieme delle attività, delle relazioni e degli impatti dell'impresa, mentre il reporting di un social bond riguarda un perimetro più circoscritto, costituito dai progetti o dai portafogli collegati ai proventi dell'emissione. Le informazioni sulla sostenibilità complessiva dell'emittente possono contribuire a valutarne la governance e la credibilità, ma non possono essere trasferite automaticamente alla singola obbligazione. Occorre quindi evitare che una buona performance ESG a livello aziendale venga utilizzata come prova del risultato sociale prodotto dalle attività finanziate attraverso il bond.

Un secondo elemento è rappresentato dalla teoria del cambiamento, ossia dalla ricostruzione del collegamento tra risorse impiegate, attività realizzate, output prodotti e cambiamenti attesi

[13] Social Accountability International, SA8000:2026 Standard for Decent Work, New York, 2026.

per i beneficiari. L'esplicitazione di tale collegamento consente di selezionare indicatori coerenti con gli obiettivi dell'intervento e di individuare le principali assunzioni sulle quali si fonda la valutazione. Nel caso dei social bond, la teoria del cambiamento può risultare particolarmente articolata quando l'emittente finanzia intermediari, organizzazioni o imprese che realizzano l'attività finale. La presenza di più livelli rende necessario precisare quale soggetto raccolga i dati, quale relazione esista tra il finanziamento e il risultato e quali fattori esterni possano incidere sul cambiamento osservato.

Lo stakeholder engagement assume rilievo nella definizione dei bisogni sociali, delle popolazioni target e degli outcome considerati significativi. Il coinvolgimento dei beneficiari può ridurre il rischio che la rendicontazione sia costruita esclusivamente sulla base delle informazioni più facilmente disponibili o delle esigenze degli investitori. Esso non garantisce tuttavia, di per sé, la qualità della valutazione. L'emittente dovrebbe specificare quali soggetti siano stati coinvolti, con quali modalità e in quale fase del processo, chiarendo anche eventuali limiti di rappresentatività.

Il principio di materialità orienta invece la selezione delle informazioni da comunicare. Nei social bond esso dovrebbe essere applicato tenendo conto sia della rilevanza finanziaria delle esposizioni sia della significatività sociale dei risultati per le popolazioni target. Un indicatore può essere semplice da raccogliere e quantitativamente rilevante, ma poco informativo rispetto al cambiamento perseguito. Il numero di prestiti o di persone raggiunte, ad esempio, descrive la dimensione dell'attività, mentre indicatori relativi alla qualità, all'accessibilità e alla durata del beneficio possono fornire informazioni più vicine agli outcome.

Infine, la qualità della valutazione dipende dalla governance dei dati. Le informazioni sociali possono provenire da sistemi interni dell'emittente, da soggetti finanziati o da stime elaborate attraverso criteri specifici. È pertanto necessario indicarne la fonte, il perimetro, la frequenza di aggiornamento e le principali assunzioni. Anche la verifica indipendente deve essere interpretata in relazione al proprio mandato: l'assurance su alcuni indicatori può accrescere l'affidabilità dei dati, ma non dimostra automaticamente l'esistenza di un rapporto causale tra finanziamento e risultato sociale.

Nel complesso, gli strumenti esaminati operano a livelli differenti. Il framework ICMA è specificamente rivolto al reporting dei social bond; IRIS+ supporta la selezione e la gestione delle metriche d'impatto; lo SROI propone una valutazione più approfondita e monetizzata del valore sociale. GRI Standards, Integrated Reporting, Global Compact, PRI e SA8000 riguardano invece prevalentemente l'organizzazione, i suoi processi o specifiche dimensioni della responsabilità sociale. Essi possono fornire informazioni complementari, ma non devono essere presentati come metodologie equivalenti o direttamente sostituibili.

La responsabilità sociale d'impresa e i fattori ESG costituiscono il contesto generale nel quale tali strumenti si sono sviluppati. Essi hanno contribuito a superare una valutazione esclusivamente economico-finanziaria della performance aziendale e a integrare gli effetti

prodotti su lavoratori, comunità, ambiente e altri stakeholder. Tale evoluzione ha migliorato la trasparenza, ma non ha eliminato le difficoltà relative alla misurazione degli outcome e all'attribuzione dell'impatto.

Lo stakeholder engagement assume un ruolo importante nell'identificazione dei bisogni, delle popolazioni target e dei risultati rilevanti. Il coinvolgimento dei beneficiari e degli altri portatori di interesse può migliorare la qualità degli indicatori e ridurre il rischio che la valutazione sia costruita esclusivamente sulle esigenze informative degli investitori. Il processo presenta tuttavia alcuni limiti, poiché richiede di selezionare i soggetti da coinvolgere e di gestire interessi talvolta differenti o confliggenti.

Anche il principio di materialità orienta la selezione delle informazioni da rendicontare, ma assume significati differenti nei diversi framework. Nei GRI Standards riguarda gli impatti più significativi dell'organizzazione sull'economia, sull'ambiente e sulle persone; nell'Integrated Reporting Framework è collegato alle questioni che incidono sulla capacità di creare valore nel tempo. Nel caso dei social bond, la materialità può contribuire a individuare le informazioni più rilevanti, ma non sostituisce la misurazione dei risultati né dimostra l'esistenza di un rapporto causale tra finanziamento e cambiamento sociale.

Non esiste pertanto un singolo indicatore o framework in grado di rappresentare integralmente l'impatto sociale. La qualità della valutazione dipende dalla coerenza tra obiettivi, popolazioni target, teoria del cambiamento, indicatori selezionati, qualità dei dati e trasparenza delle assunzioni. Una rendicontazione rigorosa deve inoltre distinguere chiaramente tra allocazione, output, outcome e impatto, evitando che la comunicazione dei volumi finanziati venga utilizzata come prova automatica del valore sociale generato.

3.4.2 Analisi della performance finanziaria dei social bond

La valutazione della dimensione sociale deve essere affiancata da un'analisi della performance finanziaria dei social bond. Questi strumenti mantengono infatti la natura di titoli di debito e rimangono soggetti alle tradizionali determinanti del rendimento e del rischio. L'etichetta sociale e la destinazione dei proventi non modificano, di per sé, i diritti contrattuali dell'investitore, il grado di subordinazione del titolo o il merito creditizio dell'emittente.

Il presente paragrafo esamina le principali evidenze empiriche disponibili, con particolare attenzione all'eventuale presenza di un differenziale di prezzo tra social bond e obbligazioni convenzionali comparabili. L'analisi riguarda strumenti strutturati secondo il modello use of proceeds e caratterizzati da condizioni finanziarie assimilabili a quelle delle obbligazioni tradizionali.

Non sono considerati i Social Impact Bond. Nonostante la somiglianza terminologica, questi ultimi costituiscono meccanismi contrattuali nei quali il rimborso o la remunerazione degli investitori può dipendere dal raggiungimento di risultati sociali prestabiliti. La loro struttura

economica è pertanto differente da quella dei social bond negoziati sul mercato obbligazionario e non consente un confronto diretto in termini di rendimento a scadenza, spread o liquidità.

La performance finanziaria di un social bond dipende innanzitutto dalle caratteristiche dell'emittente e dell'obbligazione. Tra le principali variabili rientrano il rischio di credito, la valuta, la scadenza residua, la struttura cedolare, la seniority, la dimensione dell'emissione, la liquidità e l'andamento generale dei tassi di interesse. La semplice comparazione dei rendimenti medi di un insieme eterogeneo di titoli non consente quindi di stabilire se l'etichetta sociale produca un vantaggio finanziario.

Per isolare un eventuale social premium, la letteratura utilizza prevalentemente un procedimento di abbinamento. A ciascun social bond viene associata un'obbligazione convenzionale dello stesso emittente o, comunque, dotata di caratteristiche il più possibile simili. Il confronto deve controllare almeno valuta, struttura cedolare, seniority, data di emissione e scadenza. In questo modo si cerca di limitare l'influenza delle differenze finanziarie non collegate alla destinazione sociale dei proventi.

Un primo contributo specificamente dedicato al tema è lo studio di Torricelli e Pellati. Le autrici definiscono il social premium come la differenza tra il rendimento a scadenza di un social bond e quello di un'obbligazione convenzionale comparabile. Il campione comprende 64 social bond allineati ai principi ICMA e 64 obbligazioni convenzionali abbinate, osservati tra ottobre 2020 e ottobre 2021, periodo caratterizzato dalla forte espansione delle emissioni sociali legate alla pandemia.

L'abbinamento considera l'identità dell'emittente e le principali caratteristiche finanziarie del titolo. La successiva analisi econometrica controlla le differenze residue che non possono essere eliminate completamente nella fase di matching. In particolare, vengono considerate la liquidità, misurata attraverso il bid-ask spread, la volatilità dei rendimenti, la scadenza, la cedola e la dimensione dell'emissione.

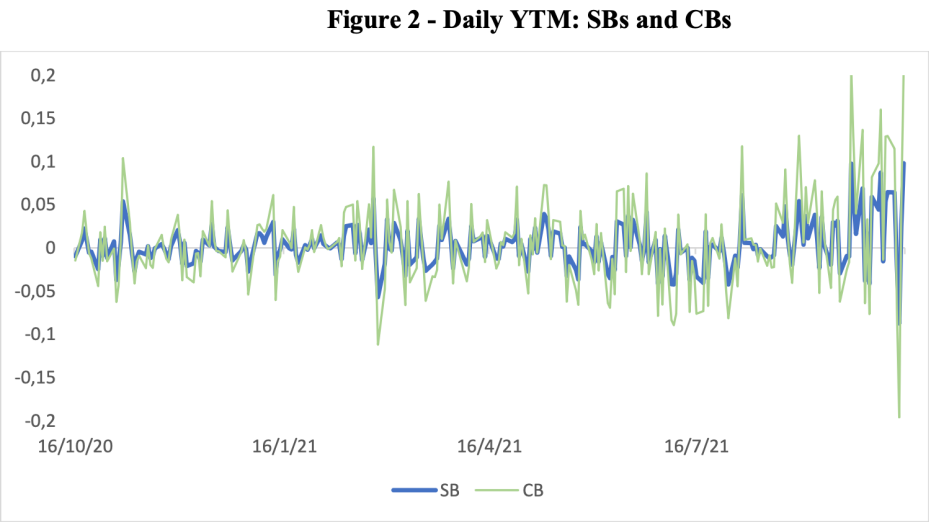
I risultati mostrano che i rendimenti dei social bond e delle obbligazioni convenzionali seguono un andamento complessivamente simile. Sul campione totale emerge un social premium positivo pari a circa 1,242 punti base. Poiché il differenziale viene calcolato sottraendo il rendimento del titolo convenzionale da quello del social bond, il segno positivo indica che, nel periodo osservato, i social bond presentavano mediamente un rendimento lievemente superiore[14].

L'andamento dei rendimenti osservato nello studio di Torricelli e Pellati è rappresentato nella Figura 3.4. Le due serie seguono una dinamica complessivamente simile, confermando che le

[14] Torricelli, C. e Pellati, E., "Social Bonds and the 'Social Premium'", Journal of Economics and Finance, vol. 47, n. 3, 2023, pp. 600-619, DOI: 10.1007/s12197-023-09620-3.

differenze tra titoli sociali e convenzionali sono contenute rispetto alle variazioni generali del mercato obbligazionario.

Figura 3.4 – Andamento giornaliero del rendimento a scadenza dei social bond e delle obbligazioni convenzionali abbinate



Fonte: Torricelli e Pellati (2023), Figura 2.

La figura rappresenta esclusivamente il campione utilizzato nello studio e non deve essere interpretata come andamento complessivo dell'intero mercato globale dei social bond.

La dimensione del differenziale è tuttavia estremamente contenuta. Lo studio evidenzia inoltre che le differenze di liquidità e volatilità contribuiscono in modo significativo a spiegare il rendimento relativo. I risultati variano tra i sottocampioni e in funzione della categoria dell'emittente, impedendo di individuare un premio uniforme valido per tutte le obbligazioni sociali.

Un contributo successivo è rappresentato dallo studio di Intonti, De Leonardis e Bussoli, basato su 163 social bond, ciascuno abbinato a un'obbligazione convenzionale dello stesso emittente. Il periodo di osservazione si estende da giugno 2022 a febbraio 2025 e comprende 716 giornate di negoziazione. In questo caso la performance relativa non è valutata mediante il solo rendimento a scadenza, ma attraverso l'asset swap spread, utilizzato per misurare il differenziale di remunerazione rispetto alla curva swap e osservare più direttamente la componente collegata al rischio di credito.

Lo studio definisce il premio come differenza tra l'asset swap spread del social bond e quello dell'obbligazione convenzionale abbinata. Il differenziale medio risulta pari a −2,32 punti base, mentre la mediana è pari a −0,37 punti base. Il segno negativo indica che, nel campione

analizzato, i social bond presentavano mediamente uno spread lievemente inferiore rispetto ai titoli convenzionali comparabili[15].

L'analisi evidenzia inoltre che il dichiarato allineamento ai Social Bond Principles, la presenza di una Second Party Opinion e la specificità delle categorie di utilizzo dei proventi sono associate a effetti di pricing più pronunciati. Per precisione terminologica, non è tuttavia opportuno parlare di "certificazione ICMA": l'ICMA pubblica principi volontari, ma non certifica direttamente le singole emissioni.

I due studi giungono quindi a risultati di segno differente. Tale divergenza non costituisce necessariamente una contraddizione, poiché le analisi riguardano periodi, campioni e indicatori differenti. Torricelli e Pellati utilizzano il rendimento a scadenza durante la fase pandemica, mentre Intonti, De Leonardis e Bussoli esaminano l'asset swap spread in un periodo successivo, caratterizzato da inflazione più elevata e da un generale rialzo dei tassi.

Nel complesso, le evidenze disponibili indicano che l'eventuale differenziale associato all'etichetta sociale è contenuto e non uniforme. Il suo segno e la sua intensità dipendono dalla metodologia adottata, dalla composizione del campione, dalla tipologia di emittente, dalla liquidità, dalla volatilità e dalle condizioni di mercato. Non è pertanto possibile affermare che i social bond offrano sistematicamente rendimenti superiori o inferiori rispetto alle obbligazioni convenzionali.

La performance finanziaria deve infine essere mantenuta distinta dai risultati sociali. Un rendimento o uno spread più basso può riflettere una maggiore domanda da parte degli investitori, ma non dimostra che i progetti finanziati abbiano prodotto un impatto sociale maggiore. Allo stesso modo, una rendicontazione sociale di qualità non garantisce una performance finanziaria superiore. Le due dimensioni richiedono indicatori e metodologie differenti.

[15] Intonti, M., De Leonardis, M. e Bussoli, C., "What Drives the Social Bond Premium? Evidence from Certification and Use of Proceeds Analysis", Research in International Business and Finance, vol. 77, parte B, 2025, articolo 102955, DOI: 10.1016/j.ribaf.2025.102955.

Tabella 3.3 – Principali evidenze empiriche sulla performance finanziaria dei social bond

Studio	Campione	Periodo	Indicatore	Risultato principale
Torricelli e Pellati (2023)	64 social bond e 64 titoli convenzionali abbinati	ottobre 2020–ottobre 2021	Differenziale del rendimento a scadenza	+1,242 punti base
Intonti, De Leonardis e Bussoli (2025)	163 social bond e 163 titoli convenzionali abbinati	giugno 2022–febbraio 2025	Differenziale dell'asset swap spread	Media −2,32 punti base; mediana −0,37

Fonte: elaborazione propria su Torricelli e Pellati (2023) e Intonti, De Leonardis e Bussoli (2025).

3.4.3 Confronto con altri strumenti di finanza sostenibile: green bond e titoli di Stato

Al fine di completare l'analisi della performance finanziaria dei social bond, è necessario collocare tali strumenti all'interno del più ampio mercato obbligazionario sostenibile. Il confronto viene effettuato con i green bond, affini per la struttura *use of proceeds* ma differenti per la finalità dei progetti finanziati, e con i titoli di Stato dei Paesi sviluppati, utilizzati come riferimento generale per l'analisi del rischio e del rendimento.

I green bond costituiscono la componente predominante del mercato GSS+ allineato. Nel 2025 hanno raggiunto 653,5 miliardi di dollari, pari al 64% delle emissioni annuali allineate, mentre i social bond si sono attestati a 141,2 miliardi, pari a circa il 14%. La maggiore dimensione del segmento verde può favorire una maggiore profondità complessiva del mercato, ma non implica che ogni green bond sia necessariamente più liquido di un social bond. La negoziabilità dipende anche dall'emittente, dalla valuta, dalla dimensione dell'operazione e dalle caratteristiche del singolo titolo.

Tabella 3.4 – Principali differenze tra green bond, social bond e titoli di Stato convenzionali

Profilo	Green bond	Social bond	Titoli di Stato convenzionali
Struttura	Generalmente *use of proceeds*	Generalmente *use of proceeds*	Raccolta destinata al bilancio pubblico generale
Finalità	Progetti ambientali ammissibili	Progetti sociali ammissibili	Finanziamento delle esigenze dello Stato
Rischio di credito	Rischio dell'emittente	Rischio dell'emittente	Rischio sovrano

Principali metriche	Energia prodotta, emissioni evitate, efficienza energetica	Beneficiari, servizi erogati, accessibilità, occupazione, outcome sociali	Non è previsto un reporting d'impatto collegato alla singola emissione convenzionale
Confronto finanziario	Richiede controllo di valuta, rating, scadenza, seniority e liquidità	Richiede controllo di valuta, rating, scadenza, seniority e liquidità	Può fungere da benchmark quando valuta e scadenza sono comparabili
Principale limite	Attribuzione dei risultati ambientali	Eterogeneità e attribuzione dei risultati sociali	Assenza di una destinazione tematica dei proventi

Fonte: elaborazione propria sulla base di ICMA e OECD.

L'OECD distingue infatti tra obbligazioni use of proceeds e strumenti il cui finanziamento non è necessariamente collegato a specifici progetti.

Dal punto di vista finanziario, il confronto tra green bond e social bond non può essere fondato sulla semplice contrapposizione tra i rendimenti medi di indici o campioni costruiti secondo criteri differenti. La composizione per valuta, area geografica, settore, rating, seniority e scadenza può infatti influenzare in misura rilevante il risultato osservato. Un differenziale tra due medie aggregate descrive i rispettivi universi di riferimento, ma non consente di isolare l'effetto dell'etichetta verde o sociale.

Un indice globale di green bond può comprendere un numero elevato di titoli emessi da governi, banche e imprese, mentre il mercato sociale presenta una maggiore incidenza di soggetti pubblici e sostenuti dal settore pubblico. Nel 2025 le government-backed entities hanno rappresentato il 63% delle emissioni sociali allineate considerate da Climate Bonds. Un rendimento medio più contenuto del segmento sociale potrebbe pertanto riflettere la composizione creditizia degli emittenti e non la finalità sociale dei proventi.

I valori osservati non consentono, tuttavia, di concludere che i green bond siano necessariamente più rischiosi dei social bond o che il minore rendimento di questi ultimi dipenda dalla loro finalità sociale. Per individuare un eventuale effetto riconducibile all'etichetta sostenibile sarebbe necessario confrontare obbligazioni omogenee per emittente, valuta, rating, seniority, struttura cedolare, scadenza e liquidità. In assenza di tali controlli, i dati descrivono il comportamento dei segmenti o dei campioni considerati, ma non permettono di isolare una relazione causale tra destinazione dei proventi e livello di rendimento.

Un ulteriore elemento di confronto riguarda la volatilità. Non è possibile affermare in via generale che uno dei due segmenti presenti una dispersione sistematicamente inferiore, poiché la volatilità dipende dalla duration, dalla qualità creditizia, dalla valuta, dalla liquidità e dal

periodo di osservazione. Le evidenze di Torricelli e Pellati mostrano che le differenze di volatilità e liquidità contribuiscono a spiegare il differenziale tra social bond e titoli convenzionali abbinati; tale risultato non può però essere esteso automaticamente al confronto complessivo con i green bond.

Il confronto con i titoli di Stato può offrire un riferimento generale, ma deve essere condotto utilizzando strumenti denominati nella stessa valuta e con scadenza o duration comparabili. Un indice governativo globale aggrega Paesi con rating, condizioni macroeconomiche, politiche monetarie e valute differenti; il suo rendimento medio non costituisce pertanto un parametro omogeneo per l'intero mercato dei social bond.

I social bond conservano il rischio di credito del rispettivo emittente, che può essere un governo, un'istituzione sovranazionale, una banca o un'impresa privata. L'etichetta sociale non modifica i diritti contrattuali dell'investitore né trasferisce direttamente il rischio dei progetti finanziati. Il benchmark governativo diviene significativo soprattutto quando viene utilizzato per calcolare lo spread rispetto a un titolo nella stessa valuta e con scadenza analoga.

La tipologia di emittente rimane una variabile centrale. Le istituzioni sovranazionali e i soggetti pubblici tendono spesso a presentare rating e condizioni di raccolta differenti rispetto alle imprese private; ciò può riflettersi sul rendimento e sullo spread indipendentemente dall'etichetta sociale. Le analisi empiriche devono quindi controllare l'identità o il merito creditizio dell'emittente prima di attribuire il differenziale osservato alla natura del bond.

Anche tra gli stessi titoli di Stato esistono differenze rilevanti legate alla valuta, alla durata, alla qualità creditizia e alle condizioni macroeconomiche del Paese emittente. La categoria dei titoli governativi non costituisce quindi un insieme perfettamente omogeneo e non consente di assumere automaticamente un livello uniforme di rischio.

Occorre inoltre distinguere la dimensione finanziaria dalla finalità sociale dell'emissione. I social bond non incorporano automaticamente un impatto sociale aggiuntivo nel proprio rendimento, ma prevedono che i proventi netti, o un importo equivalente, siano destinati a progetti sociali ammissibili e che l'emittente fornisca informazioni sull'allocazione e, quando disponibili, sui risultati conseguiti. La finalità sociale può costituire un elemento di interesse per gli investitori orientati ai criteri ESG, ma non sostituisce l'analisi del rischio di credito, della scadenza, della liquidità e delle altre caratteristiche finanziarie del titolo.

In conclusione, green bond, social bond e titoli di Stato non possono essere collocati in una gerarchia univoca di rischio e rendimento sulla base della sola categoria di appartenenza. Le differenze osservate dipendono principalmente dal merito creditizio dell'emittente, dalla valuta, dalla scadenza, dalla seniority, dalla liquidità e dalle condizioni di mercato. Le evidenze disponibili sui social bond individuano differenziali generalmente contenuti e non uniformi, che possono assumere segno positivo o negativo in funzione del periodo, del campione e della metodologia utilizzata.

I social bond possono quindi rappresentare un'opportunità di investimento coerente con strategie orientate a finalità sociali, ma la loro convenienza finanziaria deve essere valutata attraverso i tradizionali indicatori di rendimento, rischio e liquidità. Parallelamente, la qualità sociale dell'emissione richiede un'analisi distinta della coerenza del framework, dell'allocazione delle risorse, delle popolazioni target e dei risultati rendicontati. Una performance finanziaria favorevole non dimostra l'esistenza di un impatto sociale, così come la presenza di una finalità sociale non garantisce un rendimento più elevato o un rischio inferiore.

Nonostante le evidenze empiriche forniscano indicazioni utili, l'analisi presenta alcuni limiti. Il primo riguarda la comparabilità degli studi: i risultati di Torricelli e Pellati sono basati sui rendimenti a scadenza di titoli osservati tra ottobre 2020 e ottobre 2021, mentre Intonti, De Leonardis e Bussoli utilizzano gli asset swap spread nel periodo compreso tra giugno 2022 e febbraio 2025. Differenze nella metrica, nel periodo e nel processo di abbinamento possono modificare il segno e l'intensità del premio stimato.

Un secondo limite riguarda la dimensione e la rappresentatività dei campioni. La necessità di individuare obbligazioni convenzionali comparabili riduce il numero di titoli utilizzabili e può favorire gli emittenti più attivi e trasparenti. Le emissioni con dati incompleti, minore liquidità o caratteristiche contrattuali particolari tendono a essere escluse, limitando la possibilità di generalizzare i risultati all'intero mercato.

Un terzo elemento di cautela deriva dall'eterogeneità del segmento sociale. Le emissioni possono essere realizzate da soggetti con profili creditizi molto differenti e possono finanziare categorie di progetti altrettanto diversificate. Questa varietà rende più difficile individuare un rendimento medio pienamente rappresentativo e può produrre una dispersione maggiore rispetto a mercati più ampi e consolidati. Anche il confronto con i green bond risente della diversa composizione settoriale e istituzionale dei due segmenti.

Deve inoltre essere considerato l'orizzonte temporale. Lo studio di Torricelli e Pellati copre la fase di massima espansione delle emissioni sociali durante la pandemia, mentre quello di Intonti, De Leonardis e Bussoli riguarda una fase caratterizzata dall'aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse. I risultati non possono pertanto essere considerati strutturali né trasferiti automaticamente a periodi caratterizzati da condizioni monetarie differenti.

Infine, il confronto è basato prevalentemente su indicatori finanziari, quali rendimento e dispersione dei rendimenti, e non misura direttamente i risultati sociali dei progetti finanziati. La valutazione dell'impatto richiede informazioni ulteriori relative all'allocazione, agli output, agli outcome e alla quota di cambiamento attribuibile agli interventi. I risultati finanziari e quelli sociali devono quindi essere mantenuti analiticamente distinti. Alla luce di tali limiti, le evidenze ottenute devono essere interpretate come risultati descrittivi riferiti ai dati e al periodo considerati, e non come una dimostrazione definitiva della superiorità finanziaria o sociale di una specifica categoria di obbligazioni.

3.5 Considerazioni conclusive

L'analisi condotta nel presente capitolo evidenzia come i social bond abbiano progressivamente consolidato la propria presenza all'interno del mercato della finanza sostenibile, pur mantenendo dimensioni inferiori rispetto al segmento dei green bond. La crescita delle emissioni conferma il maggiore interesse degli investitori e degli emittenti verso strumenti destinati al finanziamento di bisogni sociali, ma il mercato continua a caratterizzarsi per una forte concentrazione delle operazioni presso soggetti pubblici, sovranazionali e altre entità sostenute dal settore pubblico. Tale composizione riflette la capacità di questi emittenti di finanziare progetti di ampia portata, ma deve essere considerata anche nell'interpretazione dei rendimenti e degli spread osservati, poiché il profilo creditizio dell'emittente può incidere sulla performance finanziaria indipendentemente dalla finalità sociale dell'obbligazione.

Parallelamente, l'evoluzione dei principi e delle metodologie di rendicontazione ha favorito una maggiore trasparenza in merito alla selezione dei progetti, alla gestione dei proventi e agli importi allocati. Permangono, tuttavia, rilevanti difficoltà nel passaggio dalla rendicontazione dell'allocazione alla misurazione dell'impatto sociale effettivamente prodotto. L'ammontare delle risorse impiegate, il numero dei beneficiari raggiunti e i servizi erogati rappresentano informazioni necessarie, ma non sufficienti per dimostrare un cambiamento sociale causato dall'intervento finanziato. Una valutazione più completa richiede infatti di distinguere tra input, attività, output, outcome e impatto, considerando anche elementi quali l'addizionalità, il rifinanziamento di attività preesistenti, il deadweight e la quota di risultato concretamente attribuibile al finanziamento.

Le evidenze empiriche relative alla performance finanziaria non consentono, inoltre, di individuare un vantaggio uniforme dei social bond rispetto alle obbligazioni convenzionali comparabili. Gli studi esaminati rilevano differenziali generalmente contenuti, ma di segno diverso in funzione del campione, del periodo di osservazione e dell'indicatore utilizzato. Non emerge pertanto un premio sociale stabile e generalizzabile: la valutazione finanziaria deve continuare a fondarsi sul merito creditizio dell'emittente, sulla valuta, sulla scadenza, sulla seniority, sulla liquidità e sulle condizioni di mercato. La dimensione finanziaria e quella sociale devono quindi essere analizzate separatamente, evitando di dedurre la presenza di un maggiore impatto da un rendimento più favorevole o, viceversa, una maggiore convenienza finanziaria dalla sola destinazione sociale dei proventi.

Alla luce di tali considerazioni, l'analisi di un caso concreto consente di verificare come i principi generali esaminati trovino applicazione nelle politiche di un emittente e nella gestione effettiva delle risorse raccolte. Il capitolo successivo approfondisce pertanto il caso di NatWest Group, esaminandone il Social Bond Framework, le caratteristiche delle emissioni realizzate, la composizione del portafoglio di attività sociali e le modalità con cui il gruppo rendiconta l'allocazione dei proventi e i risultati associati ai progetti finanziati.

4. Il caso NatWest Group: Social Bond, allocazione e misurazione dell'impatto

Il capitolo precedente ha evidenziato come il mercato dei social bond abbia raggiunto una dimensione ormai strutturale all'interno della finanza sostenibile, pur mantenendo caratteristiche di minore standardizzazione rispetto al segmento dei green bond. L'analisi aggregata del mercato ha inoltre mostrato che la valutazione di questi strumenti non può essere limitata al solo profilo finanziario: per comprenderne l'effettiva utilità è necessario osservare la procedura attraverso la quale i proventi vengono collegati ad attività idonee, i meccanismi di selezione e controllo adottati dall'emittente e, soprattutto, la qualità delle informazioni utilizzate per rappresentare i risultati sociali ottenuti. In tale prospettiva, il passaggio da un'analisi generale a un caso aziendale consente di verificare come i principi illustrati nei capitoli precedenti siano applicati nella pratica.

Il caso scelto è NatWest Group, uno dei principali gruppi bancari del Regno Unito e un emittente privato con un programma consolidato di obbligazioni verdi e sociali. La scelta presenta tre elementi di interesse. In primo luogo, NatWest opera come intermediario finanziario e non come soggetto pubblico o sovranazionale; ciò permette di osservare in che modo una banca commerciale integra i social bond nella propria strategia di raccolta e nella gestione del portafoglio creditizio. In secondo luogo, il Gruppo ha sviluppato una serie storica di emissioni sociali riconducibili a categorie differenti, con una particolare specializzazione nell'edilizia abitativa accessibile e nel sostegno alle imprese guidate da donne. Infine, NatWest pubblica informazioni relativamente articolate sull'allocazione dei proventi, sui pool di attività e su alcune metriche di output, rendendo possibile una valutazione sia qualitativa sia quantitativa.

L'analisi si basa principalmente su quattro documenti. Il primo è il Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report relativo all'esercizio 2025, che presenta la composizione dei pool al 31 dicembre 2025 e le principali metriche associate alle obbligazioni attive. Il secondo è il Sustainable and Transition Financing Framework pubblicato nel maggio 2026, che sostituisce il precedente framework del 2022 e definisce categorie idonee, governance, gestione dei proventi e impegni di rendicontazione. Il terzo è la Second Party Opinion rilasciata da DNV il 5 maggio 2026, utilizzata per valutare l'allineamento del framework ai principi ICMA e la robustezza del processo descritto dall'emittente. Il quarto è l'Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds dell'ICMA, che costituisce il riferimento per distinguere tra indicatori di output, outcome e impatto e per esaminare i limiti metodologici della rendicontazione sociale.

Il periodo quantitativo di riferimento termina al 31 dicembre 2025. Le elaborazioni percentuali e gli indicatori derivati presentati nelle sezioni successive sono calcoli propri effettuati sui dati pubblicati da NatWest; essi non costituiscono metriche ufficiali del Gruppo e vengono utilizzati esclusivamente per rendere più leggibile il rapporto tra consistenza dei

portafogli, dimensione delle emissioni e risultati dichiarati. L'obiettivo non è formulare un giudizio sulla qualità creditizia dei titoli o sulla convenienza dell'investimento, ma valutare la coerenza tra strategia, framework, allocazione e misurazione dell'impatto, con particolare attenzione alle implicazioni per il controllo delle performance e al rischio di social washing.

4.1 NatWest Group e la strategia di finanza sostenibile

4.1.1 Profilo del gruppo e posizionamento nel mercato britannico

NatWest Group è un gruppo bancario fortemente radicato nel mercato britannico, nel quale opera attraverso attività di Retail Banking, Private Banking & Wealth Management e Commercial & Institutional Banking. Il report sulle obbligazioni verdi e sociali indica una base superiore a 20 milioni di clienti, elemento che evidenzia la rilevanza sistemica del Gruppo nel finanziamento di famiglie, imprese e istituzioni del Regno Unito. La natura prevalentemente domestica del modello di business rende particolarmente significativo il legame tra strategia bancaria e condizioni economiche e sociali del Paese: la qualità del portafoglio, la capacità di generare ricavi e la stabilità della raccolta dipendono, in misura rilevante, dall'andamento dell'economia britannica e dalla solidità delle comunità servite.

Questa caratteristica differenzia NatWest da molti emittenti sovranazionali analizzati nel capitolo precedente. Un'istituzione pubblica può utilizzare i social bond per finanziare programmi di politica economica e redistributiva; una banca commerciale, invece, deve integrare l'obiettivo sociale all'interno di processi ordinari di concessione del credito, gestione del rischio, raccolta sul mercato e remunerazione del capitale. Nel caso NatWest, le attività sociali idonee non sono normalmente costituite da progetti gestiti direttamente dalla banca, ma da prestiti e altre esposizioni verso soggetti che realizzano l'attività finale: housing association, imprese guidate da donne, lavoratori autonomi, partnership, PMI e, nel nuovo framework, soggetti che forniscono servizi sanitari o educativi. L'impatto sociale dipende quindi da una catena causale composta da più livelli, nella quale la banca fornisce risorse finanziarie, il debitore le utilizza nell'ambito della propria attività e il beneficio raggiunge infine la popolazione target.

Dal punto di vista del controllo, tale struttura comporta almeno due conseguenze. La prima è che la misurazione dell'impatto non può essere ricavata esclusivamente dai dati contabili della banca, poiché richiede informazioni operative provenienti dai clienti finanziati. La seconda è che la relazione tra ammontare del prestito e risultato sociale non è necessariamente lineare: una stessa esposizione può sostenere contemporaneamente gestione ordinaria, manutenzione, acquisizione di immobili, sviluppo di nuove unità o rifinanziamento di passività esistenti. Ne deriva che il saldo del pool rappresenta una misura certa dell'allocazione finanziaria, mentre le metriche sociali associate presentano un grado più elevato di stima e attribuzione.
Il posizionamento di NatWest nel mercato britannico rende inoltre particolarmente rilevanti due aree di intervento. La prima è l'edilizia sociale, settore nel quale le housing association

svolgono una funzione essenziale nell'offerta di abitazioni a canoni inferiori al mercato o mediante formule di proprietà condivisa. La seconda è il finanziamento delle piccole imprese, che nel Regno Unito rappresentano un elemento centrale della struttura produttiva e dell'occupazione. L'attenzione alle imprese guidate da donne aggiunge una dimensione di inclusione finanziaria, poiché mira a ridurre le barriere di accesso al capitale che possono limitare l'avvio e la crescita delle attività imprenditoriali femminili.

Per tali ragioni, il caso NatWest risulta particolarmente adatto a un'analisi che integri strategia aziendale, finanza, controllo, gestione del rischio e rendicontazione ESG. Il social bond viene osservato non soltanto come titolo obbligazionario, ma come punto di collegamento tra strategia aziendale, tesoreria, processi creditizi, governance ESG e sistemi di reporting. L'efficacia del modello dipende dalla capacità di mantenere coerenza tra tali funzioni: la tesoreria deve assicurare la copertura delle emissioni con asset idonei; le strutture commerciali e di rischio devono produrre e validare le informazioni; gli organi di governance devono approvare le attività; la rendicontazione deve infine trasformare dati eterogenei in indicatori comprensibili per gli investitori.

4.1.2 Il ruolo della sostenibilità nella strategia aziendale

Nel Sustainable and Transition Financing Framework del 2026, NatWest descrive la sostenibilità come una componente collegata al nucleo dell'attività bancaria. Il Gruppo associa il proprio successo a quello dei clienti e individua nel miglioramento del benessere finanziario, nell'accessibilità dei servizi, nel sostegno alla crescita delle imprese e nello sviluppo equilibrato delle regioni britanniche alcune delle principali modalità attraverso cui una banca può produrre effetti positivi. Tale impostazione evita, almeno sul piano strategico, di confinare la sostenibilità a iniziative filantropiche separate dal modello di business: il canale operativo privilegiato rimane l'attività di finanziamento.

La strategia presenta una componente ambientale e una componente sociale. Sul versante climatico, NatWest ha dichiarato di avere superato nel primo trimestre del 2025 l'obiettivo di 100 miliardi di sterline di finanziamenti e facilitazioni per il clima e la sostenibilità. Nel luglio 2025 è stata quindi definita una nuova ambizione, pari a 200 miliardi di sterline di Climate and Transition Finance entro la fine del 2030[16]. Questa evoluzione mostra l'ampliamento dell'attenzione dalla sola finanza verde alla finanza di transizione, destinata anche a settori ad alta intensità emissiva che devono modificare progressivamente il proprio modello operativo.

La componente sociale segue una logica diversa. Non è costruita attorno a un unico obiettivo aggregato comparabile ai 200 miliardi di sterline della finanza climatica e di transizione, ma si sviluppa attraverso specifiche attività di credito e iniziative di mercato. Nel report 2025, NatWest attribuisce un ruolo centrale alla capacità abitativa quale condizione per una crescita

[16] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, maggio 2026, p. 2.

economica sostenibile ed equilibrata. In tale ambito, il Gruppo ha dichiarato l'intenzione di erogare 10 miliardi di sterline di nuovi finanziamenti al settore dell'edilizia sociale tra il 1° gennaio 2026 e il 31 dicembre 2028[17]. Tale obiettivo è più ampio rispetto alle sole obbligazioni sociali, poiché riguarda l'attività creditizia complessiva verso il settore; tuttavia, esso rafforza il razionale strategico delle emissioni dedicate all'affordable housing.

Un ulteriore asse riguarda l'imprenditorialità inclusiva. Il sostegno alle imprese guidate da donne non si esaurisce nell'allocazione del social bond, ma comprende programmi di accelerazione, mentoring, networking e relazione commerciale. Il report indica che tra il 2020 e giugno 2025 sono stati approvati oltre 55.900 prestiti a imprese guidate da donne, per un ammontare complessivo di 2,8 miliardi di sterline. Anche in questo caso, il dato riguarda una platea più ampia del pool obbligazionario, che al 31 dicembre 2025 ammontava a 494 milioni. Il confronto è utile perché chiarisce la funzione del bond: non crea necessariamente una linea di credito separata, ma seleziona e collega a una specifica emissione una parte delle attività già originate nell'ambito della strategia commerciale della banca.

Da una prospettiva economico-aziendale, tale integrazione presenta vantaggi e rischi. Il vantaggio principale è la scalabilità. Quando i criteri ESG vengono inseriti nei processi ordinari di credito, il volume potenzialmente mobilitabile è superiore a quello ottenibile mediante programmi isolati. La stessa infrastruttura informativa utilizzata per amministrare i prestiti può essere adattata per identificare le attività idonee e monitorarne i dati. Il rischio è invece che l'etichetta sociale venga applicata a operazioni che sarebbero state realizzate comunque, senza generare un'effettiva addizionalità. Per questo motivo, l'analisi non può fermarsi alla coerenza narrativa tra strategia e bond, ma deve verificare la precisione dei criteri di selezione, la trasparenza del pool e la capacità di rappresentare risultati ulteriori rispetto alla normale attività bancaria.
Il framework del 2026 rafforza inoltre il collegamento tra sostenibilità e gestione del rischio. Le attività potenzialmente idonee restano soggette alle politiche creditizie, al Reputational Risk Management e all'Environmental and Social Risk Framework. Sono previste esclusioni per settori quali armi, tabacco, gioco d'azzardo e numerose attività legate ai combustibili fossili o a danni ambientali; risultano inoltre non idonei i non-performing loans, gli asset vincolati e le attività coinvolte in pratiche illegali o controversie ESG che richiedano l'escalation agli organi competenti. La sostenibilità non sostituisce quindi il controllo del rischio tradizionale, ma introduce un ulteriore livello di qualificazione e verifica.

L'integrazione tra strategia, rischio e raccolta è un elemento rilevante per valutare la credibilità del modello. Un social bond non modifica la natura economica dell'obbligazione, né trasferisce agli investitori il rischio specifico dei singoli progetti inclusi nel pool. Il rimborso dipende dalla capacità complessiva dell'emittente, mentre l'etichetta riguarda l'utilizzo di un importo equivalente ai proventi. La sostenibilità incide dunque soprattutto

[17] NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report, 2026, pp. 3 e 19.

sulla finalizzazione della raccolta, sulla disciplina informativa e sul rapporto con investitori interessati a strumenti ESG. La qualità di tale integrazione è verificabile solo analizzando il framework e la rendicontazione successiva.

4.1.3 I Social Bond nella strategia di finanziamento del gruppo

NatWest ha introdotto il primo Green, Social and Sustainability Bond Framework nel luglio 2019. Il documento è stato aggiornato nel 2020 e successivamente nel dicembre 2022, quando l'ambito è stato ampliato attraverso il Green, Social and Sustainability Financing Framework. Nel maggio 2026 è stata pubblicata una nuova versione, denominata Sustainable and Transition Financing Framework, che include non soltanto strumenti verdi, sociali e di sostenibilità, ma anche transition bond e obbligazioni destinate al finanziamento di sustainability-linked loans[18]. La successione dei framework mostra il passaggio da un programma inizialmente focalizzato su categorie relativamente definite a una piattaforma più ampia di finanza sostenibile e di transizione.

Dal 2019 al 31 dicembre 2025 il Gruppo ha emesso nove obbligazioni verdi e sociali in sei classi di attività, per un valore nozionale complessivo all'emissione di circa 6,4 miliardi di sterline. Alla data di riferimento risultavano attive sette obbligazioni, di cui quattro sociali e tre verdi[19]. Le emissioni sociali attive comprendevano tre bond dedicati all'edilizia abitativa accessibile e un bond per le imprese guidate da donne.

Un'obbligazione sociale precedente, emessa nel 2019 per la generazione di occupazione, era stata rimborsata nel novembre 2024. Nel maggio 2025 NatWest ha inoltre emesso la terza obbligazione per l'affordable housing, per un valore nominale di 1,25 miliardi di euro, confermando la centralità di questa categoria nel programma.
Il ruolo dei social bond nella strategia di finanziamento può essere interpretato su tre livelli. Il primo è la diversificazione della raccolta. L'etichetta sociale consente di rivolgersi a investitori che integrano obiettivi ESG nei propri mandati e che richiedono informazioni specifiche sull'utilizzo dei proventi. Il secondo elemento riguarda l'individuazione e l'organizzazione delle attività ammissibili. I prestiti che rispettano i criteri sociali stabiliti dal Framework vengono selezionati e aggregati in specifici portafogli, utilizzati come riferimento per l'emissione di obbligazioni sociali. In questo modo, NatWest può identificare e rendicontare separatamente la parte del proprio attivo destinata al finanziamento di finalità sociali, che altrimenti rimarrebbe inclusa indistintamente nel portafoglio complessivo della banca. Il terzo è la disciplina organizzativa: l'emissione richiede procedure di identificazione, approvazione, monitoraggio e reporting che coinvolgono tesoreria, sostenibilità, finanza, controllo e rischio.

---

[18] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, cit., p. 3.

[19] NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report, cit., pp. 3 e 6.

È importante precisare che NatWest adotta un modello basato sulla destinazione dei proventi, definito use of proceeds. La banca si impegna quindi ad allocare a un portafoglio di attività sociali ammissibili un importo equivalente ai proventi netti raccolti con l'emissione. Ciò non significa, tuttavia, che le somme siano trasferite direttamente ai singoli prestiti o mantenute in conti giuridicamente separati dalle altre disponibilità della banca. L'allocazione viene invece monitorata attraverso appositi sistemi interni di tracciamento contabile. Gli investitori non acquisiscono diritti specifici sugli asset inclusi nel portafoglio e non assumono direttamente il rischio di credito delle housing association o delle PMI finanziate. Il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi dipendono infatti da NatWest in qualità di emittente. Tale configurazione è coerente con i Social Bond Principles, purché la banca garantisca un'adeguata tracciabilità delle risorse raccolte e dimostri che un importo equivalente sia stato effettivamente allocato alle attività sociali ammissibili[20].

La dimensione relativa del programma deve essere letta con equilibrio. Il report stesso chiarisce che le emissioni verdi, sociali e di sostenibilità rappresentano una quota relativamente piccola dell'attività obbligazionaria complessiva del Gruppo. Di conseguenza, esse non possono essere considerate rappresentative dell'intero bilancio o della totalità dei finanziamenti erogati. Al tempo stesso, i dati del 2025 mostrano che, all'interno del portafoglio GSS attivo, la componente sociale è predominante: il saldo dei pool sociali ammontava a 3.711 milioni di sterline, pari a circa il 62% del saldo complessivo di 5.991 milioni. Al momento dell'emissione, le componenti sociali rappresentavano circa il 60,6% del valore nominale complessivo delle obbligazioni ancora in essere, principalmente grazie alla crescita dei finanziamenti destinati all'affordable housing.

L'analisi delle emissioni consente quindi di collegare la strategia di sostenibilità alla gestione finanziaria. La banca utilizza una base di attivi sociali superiore al valore nominale dei bond, creando un margine di copertura che riduce il rischio operativo di sotto-allocazione in caso di rimborsi, ammortamenti o perdita di idoneità di alcune esposizioni. Al 31 dicembre 2025 il pool complessivo delle obbligazioni sociali superava il valore nominale convertito in sterline di circa 492 milioni, corrispondenti a una copertura del 115,3%. Questo indicatore, pur non misurando l'impatto sociale, rappresenta una misura utile della capacità di gestione del programma e della solidità dell'allocazione.

[20] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, cit., pp. 4-5; International Capital Market Association, Social Bond Principles, giugno 2025.

Tabella 4.1 – Evoluzione del framework e del programma di emissione

Anno	Evoluzione principale	Rilevanza per il caso di studio
2019	Primo Green, Social and Sustainability Bond Framework e prima emissione sociale per la generazione di occupazione.	Avvio del programma e applicazione iniziale della logica use of proceeds.
2020	Aggiornamento del framework e prima emissione verde dedicata all'energia rinnovabile.	Adeguamento agli sviluppi organizzativi e di mercato.
2021	Prima obbligazione attiva per l'edilizia abitativa accessibile.	Ingresso strutturale dell'affordable housing nella raccolta sociale.
2022	Pubblicazione del Green, Social and Sustainability Financing Framework.	Ampliamento delle attività finanziabili e rafforzamento della governance.
2023	Emissione per le imprese guidate da donne.	Diversificazione della componente sociale verso l'empowerment femminile.
2024	Seconda emissione per l'edilizia abitativa accessibile; rimborso del bond 2019.	Consolidamento del settore housing e rotazione del portafoglio obbligazionario.
2025	Terza emissione affordable housing da 1,25 miliardi di euro.	Forte aumento del pool sociale e della capacità di raccolta dedicata.
2026	Sustainable and Transition Financing Framework.	Inclusione di transition bond e SLL financing bond, mantenendo le categorie sociali.

Fonte: elaborazione propria su NatWest Group (2026a; 2026b).

4.2 Il Sustainable and Transition Financing Framework

4.2.1 Struttura e obiettivi del Framework

Il Sustainable and Transition Financing Framework del maggio 2026 rappresenta il documento centrale per comprendere la relazione tra raccolta e attività finanziate. Esso definisce l'approccio di NatWest all'emissione di strumenti verdi, sociali, di sostenibilità, di transizione e di obbligazioni destinate al finanziamento di sustainability-linked loans. La struttura segue i quattro componenti tipici dei principi ICMA per le obbligazioni use of proceeds: utilizzo dei proventi; processo di valutazione e selezione; gestione dei proventi; rendicontazione[21]. A questi elementi si aggiungono la revisione esterna, le esclusioni settoriali e il collegamento con gli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite.

[21] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, cit., p. 4; International Capital Market Association, Social Bond Principles, cit.

L’obiettivo dichiarato è attrarre fonti di finanziamento dedicate e diversificate per prestiti, investimenti e altre attività finanziarie che possano generare benefici ambientali o sociali misurabili. Il termine “misurabili” è rilevante, ma non implica che tutte le categorie dispongano dello stesso livello di maturità informativa. Nel comparto ambientale esistono indicatori fisici relativamente consolidati, quali energia generata o emissioni evitate; nel comparto sociale, invece, la misurazione dipende maggiormente dalla definizione della popolazione target, dalla disponibilità di dati dei beneficiari e dalla capacità di distinguere output immediati da cambiamenti effettivi nelle condizioni di vita.

È necessario distinguere anche il perimetro temporale dei documenti. Le allocazioni e le metriche riferite al 31 dicembre 2025 sono state gestite e rendicontate nell’ambito del Green, Social and Sustainability Financing Framework del 2022, applicabile alle emissioni allora in essere. Il framework del maggio 2026 non viene quindi utilizzato come criterio retroattivo per modificare i dati storici, ma come evoluzione più recente del modello NatWest e come riferimento per valutarne le prospettive. Quando le definizioni o gli indicatori differiscono, ai fini dell’analisi quantitativa prevalgono il perimetro e le metodologie dichiarate nel report 2025.

Il framework è distinto dal Climate and Transition Finance Framework utilizzato da NatWest per classificare le attività che possono contribuire all’obiettivo aggregato di 200 miliardi di sterline entro il 2030. La distinzione è importante perché i due documenti svolgono funzioni differenti. Il Sustainable and Transition Financing Framework regola l’emissione di strumenti sul mercato e l’allocazione dei relativi proventi; il CTF Framework disciplina invece la classificazione di un insieme più ampio di finanziamenti e facilitazioni. La sovrapposizione tra i due perimetri può essere significativa, ma non deve essere data per scontata.

Gli strumenti possono essere emessi dalla holding o da altre entità del Gruppo e possono assumere forme diverse lungo la struttura del capitale, comprese obbligazioni senior unsecured, strumenti subordinati e strumenti a breve termine. Tale flessibilità consente di integrare l’etichetta sostenibile nella gestione ordinaria del funding. Dal punto di vista dell’investitore, tuttavia, la natura e la subordinazione del titolo continuano a dipendere dalla documentazione finanziaria specifica; il framework non modifica i diritti contrattuali né garantisce che il risultato sociale atteso venga effettivamente conseguito.

Il documento dichiara l’allineamento ai Green Bond Principles e ai Social Bond Principles del giugno 2025, alle Sustainability Bond Guidelines del 2021, alle Climate Transition Bond Guidelines del novembre 2025 e alle linee guida ICMA per le obbligazioni che finanziano sustainability-linked loans. DNV, nella Second Party Opinion, ha concluso di non avere rilevato elementi tali da far ritenere il framework non conforme, per gli aspetti rilevanti e applicabili, ai requisiti pre-emissione considerati[22].

[22] DNV Business Assurance Services UK Limited, Second Party Opinion: NatWest Group Sustainable and Transition Financing Framework, 5 maggio 2026, p. 12.

Tale valutazione rafforza la credibilità procedurale del documento, ma non equivale a una certificazione degli impatti futuri o della performance finanziaria dei bond.

Un elemento di trasparenza è rappresentato dalla previsione di revisioni periodiche. Le categorie, le soglie e le metodologie possono evolvere in funzione delle pratiche di mercato, delle politiche interne e dei cambiamenti normativi. Questa flessibilità è necessaria in un settore in rapido sviluppo, ma comporta anche un problema di comparabilità temporale. Un'attività considerata idonea in un determinato anno potrebbe essere valutata diversamente in futuro; analogamente, una modifica dei criteri può ampliare o restringere la popolazione di prestiti inclusi nel pool. Per un controllo efficace è quindi necessario conservare una chiara traccia delle versioni del framework applicabili alle singole emissioni e delle eventuali variazioni metodologiche.

4.2.2 Categorie di attività sociali ammissibili

Il framework 2026 individua cinque categorie di attività sociali idonee: accesso ai servizi essenziali in ambito sanitario; accesso all'istruzione e alla formazione professionale; progresso socioeconomico ed empowerment femminile; edilizia abitativa accessibile; generazione di occupazione attraverso lavoratori autonomi, partnership e PMI[23]. Le categorie sono coerenti con i Social Bond Principles, ma presentano livelli diversi di specificità e di applicazione effettiva nel portafoglio delle obbligazioni attive al 31 dicembre 2025.

L'accesso ai servizi sanitari comprende il finanziamento di strutture, attrezzature, cure pediatriche, servizi di salute materna e riproduttiva e programmi di ricerca e sviluppo collegati al sistema sanitario pubblico. La popolazione target include la popolazione generale sostenuta dal sistema sanitario nazionale, con particolare attenzione ad anziani, bambini, donne e persone con condizioni fisiche o mentali. La categoria dell'istruzione e della formazione riguarda invece edifici, attrezzature e programmi destinati a bambini, giovani, adulti e insegnanti, con l'obiettivo di aumentare l'accesso a servizi di qualità, soprattutto per studenti a basso reddito. Queste due categorie ampliano in modo significativo il perimetro sociale potenziale, ma non risultavano ancora rappresentate nei pool delle obbligazioni sociali attive rendicontati per il 2025.

L'empowerment femminile è definito mediante criteri relativi alla proprietà o alla distribuzione economica dell'impresa. Sono idonee le attività a sostegno di lavoratrici autonome, partnership con maggioranza femminile e PMI nelle quali oltre il 50% della proprietà o delle distribuzioni economiche è destinato a donne. Possono inoltre rientrare iniziative non profit che facilitano l'accesso a tecnologia, informazioni, consulenza, mentoring, servizi finanziari o supporto alla cura familiare. La popolazione target è quindi

[23] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, cit., pp. 13-14.

individuata in modo relativamente diretto, ma la traduzione del criterio in dati affidabili richiede informazioni sul genere dei proprietari e sulla struttura economica delle imprese.

L'edilizia abitativa accessibile è la categoria più sviluppata nel programma NatWest. Sono considerate idonee le esposizioni verso housing association registrate o accreditate nel Regno Unito, organizzazioni non profit che costruiscono, gestiscono o ristrutturano immobili destinati a social rent, affordable rent, shared ownership o supported housing. Il framework include anche alcuni mutui a famiglie che acquistano l'abitazione attraverso schemi governativi, purché rispettino soglie di reddito e criteri specifici. La popolazione target comprende persone e famiglie a basso reddito, beneficiari di sussidi, soggetti che necessitano di alloggi protetti e persone senza dimora.

La generazione di occupazione riguarda lavoratori autonomi, partnership e PMI localizzati in aree caratterizzate da elevata disoccupazione o basso reddito, individuate mediante geo-scoring. La finalità è sostenere il mantenimento o la creazione di posti di lavoro e migliorare competenze e attività economica nelle aree svantaggiate. Questa impostazione è coerente con il precedente bond NatWest per la generazione di occupazione, rimborsato nel 2024, ma la categoria non era presente tra le obbligazioni sociali attive al termine del 2025.

Dal punto di vista metodologico, la definizione della popolazione target costituisce il passaggio che distingue un social bond da un'obbligazione tematica descritta in termini generici. Non è sufficiente che l'attività appartenga a un settore con finalità sociali; occorre identificare chi dovrebbe ricevere il beneficio e mediante quale meccanismo. Il framework NatWest presenta una definizione relativamente precisa per l'affordable housing e per l'empowerment femminile, mentre per sanità e istruzione la popolazione è più ampia e può comprendere la generalità degli utenti di servizi pubblici. Ciò non rende le categorie meno rilevanti, ma aumenta la necessità di indicatori disaggregati capaci di dimostrare che il beneficio raggiunga effettivamente i gruppi più vulnerabili.

Tabella 4.2 – Categorie sociali idonee, popolazioni target e indicatori previsti

Categoria	Popolazione target	Indicatori indicativi del framework
Sanità	Popolazione servita dal sistema sanitario pubblico; anziani, bambini, donne e persone con condizioni fisiche o mentali.	Strutture sanitarie supportate; persone beneficiarie; diversità nei trial clinici.
Istruzione e formazione	Studenti, in particolare a basso reddito, ed educatori.	Scuole pubbliche supportate; persone beneficiarie dei servizi educativi.
Empowerment femminile	Imprenditrici, lavoratrici autonome e imprese a prevalente proprietà femminile.	Imprenditrici supportate; posti di lavoro creati, salvati o mantenuti.
Edilizia abitativa accessibile	Famiglie a basso reddito, beneficiari di sussidi, persone con bisogno di alloggi protetti o senza dimora.	Unità abitative supportate; persone beneficiarie.
Generazione di occupazione	Persone residenti in aree ad alta disoccupazione o basso reddito.	Occupati nelle imprese finanziate; posti creati o abilitati per regione e settore.

Fonte: elaborazione propria su NatWest Group (2026b).

4.2.3 Selezione degli asset, gestione dei proventi e governance

La credibilità di un framework non dipende soltanto dalla definizione delle categorie, ma dalla capacità di tradurre tali definizioni in un processo operativo verificabile. NatWest affida la responsabilità principale al Sustainable and Transition Financing Working Group, composto da rappresentanti di Treasury Debt Capital Markets, Sustainability, Finance Reporting and Control e Risk, con il possibile coinvolgimento di Investor Relations, Legal, Reputational Risk e Chief Economist. La composizione interfunzionale è coerente con la natura del programma: la selezione degli asset richiede competenze finanziarie, contabili, ambientali, sociali e legali.

Il Working Group si riunisce mensilmente, ove possibile, e approva le attività proposte per l'inclusione nel portafoglio idoneo[24]. **9** Esso gestisce il pool durante la vita degli strumenti, monitora l'evoluzione delle pratiche di mercato e supporta la verifica esterna. Le attività vengono sottoposte anche alle politiche ordinarie di rischio del Gruppo. Il Reputational, Environmental and Social Risk Team può effettuare controlli a campione per verificare la conformità agli standard interni. La presenza di documenti di governance che descrivono criteri, assunzioni e processi di approvazione costituisce un elemento importante per la tracciabilità delle decisioni, anche se tali documenti interni non sono integralmente pubblici.

[24] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, maggio 2026, p. 16.

La fase di selezione può essere letta come un sistema di controllo preventivo. In primo luogo, l'esposizione deve appartenere a una categoria ammissibile. In secondo luogo, deve rispettare le condizioni specifiche previste, come la registrazione della housing association o la soglia di proprietà femminile. In terzo luogo, non deve ricadere nei settori esclusi né presentare controversie tali da richiedere un'escalation reputazionale. Infine, l'attività deve essere disponibile e non vincolata, poiché i non-performing loans (NPL) e gli asset encumbered, ossia attività già utilizzate come garanzia in altre operazioni, non possono essere inclusi. Questa sequenza riduce il rischio che il portafoglio contenga attività incoerenti con l'etichetta sociale.

Dopo l'emissione, la gestione dei proventi è affidata a NatWest Group Treasury. L'emittente non traccia necessariamente le banconote o i flussi monetari specifici, ma un importo equivalente ai proventi netti. Le allocazioni vengono riesaminate e approvate trimestralmente o quando necessario. Se un'attività perde i requisiti, deve essere rimossa e sostituita appena ragionevolmente possibile. L'obiettivo è mantenere un portafoglio idoneo almeno pari al volume degli strumenti in essere. Tale regola spiega la presenza di un pool superiore al nozionale dei bond: l'eccedenza funziona come margine operativo e consente di assorbire variazioni del portafoglio senza generare sotto-allocazione.

I proventi temporaneamente non allocati possono essere detenuti in cassa, depositi o altri strumenti liquidi a breve termine, incluse le commercial paper, ossia titoli di debito a breve scadenza[25]. Quando possibile, l'emittente può utilizzare anche strumenti di debito verdi, sociali o sustainability-linked. Questa previsione garantisce flessibilità finanziaria, ma conferma che l'effetto sociale non nasce automaticamente al momento dell'emissione. Fino alla piena allocazione, una quota dell'importo equivalente può restare in forme liquide; per questo la rendicontazione deve indicare il saldo non allocato e i tempi previsti.

Nel report 2025 tutte le obbligazioni verdi e sociali attive risultavano allocate al 100%. La percentuale, tuttavia, deve essere interpretata correttamente: indica che il valore delle attività idonee assegnate a ciascun bond era almeno pari all'importo dei proventi, non che ogni singola sterlina abbia finanziato esclusivamente nuovi progetti. Il framework consente sia il finanziamento sia il rifinanziamento di attività. Questa caratteristica è comune nel mercato, poiché permette di collegare le emissioni a portafogli già esistenti e di garantire un volume sufficiente di asset; dal punto di vista dell'addizionalità, però, la quota di rifinanziamento è un'informazione rilevante, perché un bond che rifinanzia attività pregresse produce un legame meno immediato con la creazione di nuovo impatto.

Il framework 2026 prevede che la rendicontazione di allocazione includa l'importo e la percentuale di nuovi prestiti aggiunti dopo l'allocazione iniziale. Questa informazione può

[25] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, cit., pp. 19-20.

migliorare la comprensione della dinamica del pool, distinguendo le attività originarie dalle sostituzioni e dalle nuove erogazioni. Nel caso dei social bond, una disclosure più dettagliata sul periodo di look-back e sulla quota di finanziamento rispetto al rifinanziamento renderebbe ancora più solida la valutazione dell'addizionalità.

DNV ha giudicato chiara e robusta la struttura gestionale descritta da NatWest e ha ritenuto il processo conforme ai principi applicabili. Il parere è significativo perché valuta ex ante la coerenza del sistema; rimane tuttavia basato sulle informazioni fornite dall'emittente e su procedure limitate, che non equivalgono a un audit completo dei singoli asset. Il controllo interno e la verifica esterna svolgono quindi funzioni complementari: il primo assicura l'applicazione continuativa dei criteri, mentre la seconda aumenta la fiducia degli investitori sulla conformità del framework.

4.2.4 Reporting e verifiche esterne

NatWest si impegna a pubblicare annualmente un report di allocazione e impatto fino al raggiungimento della piena allocazione. Il framework prevede che il reporting di allocazione includa almeno l'importo attribuito a ciascuna categoria, il numero di attività presenti nel portafoglio, il saldo non allocato e l'ammontare dei nuovi prestiti aggiunti dopo l'allocazione iniziale. Per l'impatto, il documento individua indicatori differenti per ciascuna categoria sociale, come il numero di unità abitative supportate, le persone beneficiarie, le imprenditrici sostenute e i posti di lavoro creati o mantenuti[26].

L'emittente dichiara di voler seguire, su base best effort, l'Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds dell'ICMA. L'espressione best effort riflette la natura volontaria delle linee guida e la difficoltà di ottenere dati completi. Essa consente adattamenti ragionevoli al contesto, ma rende ancora più importante descrivere le metodologie, le fonti, le assunzioni e i limiti. La comparabilità tra emittenti non deriva infatti dalla semplice presenza dello stesso indicatore nominale: due banche possono riportare "unità abitative supportate" utilizzando perimetri, periodi e criteri di attribuzione molto diversi.

Il sistema di verifica esterna è articolato su due livelli. DNV ha rilasciato una Second Party Opinion sul framework del 2026. Si tratta di una valutazione pre-emissione sulla coerenza di categorie, governance e impegni con i principi ICMA. DNV precisa di non avere svolto una revisione contabile e di non fornire assurance sulla performance finanziaria dei titoli, sul valore degli investimenti o sui benefici sociali di lungo periodo. La conclusione positiva deve quindi essere interpretata come giudizio di allineamento procedurale, non come prova dell'impatto effettivo.
Il report 2025 è stato invece sottoposto a limited assurance da parte di Ernst & Young su un insieme definito di metriche contrassegnate con la sigla "LA". Per le obbligazioni sociali,

[26] NatWest Group plc, Sustainable and Transition Financing Framework, cit., pp. 21-23.

l'assurance ha riguardato il saldo dei pool, il numero di diverse housing association beneficiarie dei finanziamenti, il numero stimato di nuove unità sviluppate o acquisite, il numero di prestiti a imprese guidate da donne e la relativa distribuzione geografica e settoriale. La limited assurance fornisce un livello di sicurezza inferiore rispetto alla reasonable assurance tipica di un audit più esteso, ma costituisce comunque un presidio importante, perché sottopone dati e processi selezionati a procedure indipendenti[27].

La distinzione tra DNV ed EY è essenziale per evitare equivoci. La Second Party Opinion verifica se il framework sia disegnato in modo coerente; la limited assurance esamina alcune informazioni riportate dopo l'emissione. Nessuna delle due attività dimostra, da sola, che il finanziamento abbia prodotto un miglioramento sociale netto. Per passare dalla conformità alla valutazione dell'impatto sarebbe necessario integrare la verifica dei dati con un'analisi dei risultati ottenuti dalla popolazione destinataria, confrontandoli, quando possibile, con la situazione che si sarebbe verificata in assenza del finanziamento.

Nel complesso, il sistema di reporting di NatWest appare più sviluppato sul versante dell'allocazione che su quello dell'impatto. ISIN (International Securities Identification Number), date, valuta, nozionale, saldo del pool e percentuale di allocazione sono presentati in modo dettagliato e riconciliabile. Le metriche sociali sono invece concentrate soprattutto su output: numero di prestiti, housing association sostenute e nuove unità stimate. Questa differenza non costituisce necessariamente una mancanza dell'emittente, ma riflette una criticità generale del mercato evidenziata dall'ICMA: i dati finanziari sono prodotti da sistemi consolidati, mentre i dati sociali richiedono processi più recenti, eterogenei e spesso dipendenti da terze parti.

4.3 Le emissioni sociali e l'allocazione dei proventi

4.3.1 Le principali emissioni di Social Bond

Al 31 dicembre 2025 il portafoglio NatWest comprendeva quattro obbligazioni sociali attive. Tre erano dedicate all'edilizia abitativa accessibile e una all'empowerment femminile. Il valore nozionale complessivo convertito in sterline al momento dell'emissione era pari a 3.219 milioni, mentre il saldo aggregato dei pool raggiungeva 3.711 milioni. Tutti i bond risultavano allocati al 100%, con valori del portafoglio idoneo superiori al relativo nozionale[28].

La prima obbligazione sociale ancora attiva era stata emessa il 26 febbraio 2021, per un valore nominale di un miliardo di euro e una data di call nel 2029. Il nozionale all'emissione convertito in sterline era pari a 867 milioni; il pool al termine del 2025 ammontava a 989

[27] Ernst & Young LLP, "Independent Limited Assurance Report to NatWest Group plc", in NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report, cit., pp. 26-28.

[28] NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report, cit., pp. 6-7.

milioni. La seconda emissione attiva, del 14 marzo 2023, era dedicata alle imprese guidate da donne e aveva un valore nominale di 500 milioni di euro, equivalenti a 446 milioni di sterline; il saldo del pool era pari a 494 milioni. Nel settembre 2024 NatWest ha emesso una seconda obbligazione affordable housing da un miliardo di euro, con un pool di 1.003 milioni di sterline a fronte di un nozionale convertito di 843 milioni. Infine, il 13 maggio 2025 è stata collocata una terza emissione per l'edilizia accessibile da 1,25 miliardi di euro, equivalenti a 1.063 milioni di sterline, con un pool di 1.225 milioni.

La sequenza evidenzia la progressiva specializzazione del programma. Dopo l'emissione per la generazione di occupazione del 2019, rimborsata nel 2024, NatWest ha concentrato la raccolta sociale su due aree nelle quali disponeva di portafogli sufficientemente ampi e di dati utilizzabili per il reporting. L'affordable housing presenta esposizioni di importo elevato verso un numero relativamente contenuto di housing association; l'empowerment femminile è invece composto da migliaia di prestiti di minore importo. Le due categorie consentono quindi di confrontare un portafoglio concentrato di finanziamenti istituzionali con un portafoglio granulare di credito alle imprese.

Il rapporto tra saldo del pool e nozionale mostra un margine positivo per ogni emissione. Il bond housing 2021 presentava una copertura del 114,1%, quello per le imprese femminili del 110,8%, il bond housing 2024 del 119,0% e quello housing 2025 del 115,2%. L'eccedenza assoluta variava da 48 milioni per l'empowerment femminile a 162 milioni per l'emissione housing del 2025. Il margine non rappresenta una garanzia aggiuntiva per il rimborso del titolo, poiché gli asset non sono segregati a beneficio degli obbligazionisti; costituisce tuttavia una riserva di attività idonee utile per la continuità dell'allocazione.

La prevalenza delle emissioni in euro, nonostante il portafoglio sia espresso in sterline, riflette l'accesso di NatWest al mercato europeo degli investitori obbligazionari. La conversione in sterline utilizzata nel report permette di confrontare il valore originario con il saldo del pool, ma introduce un elemento da considerare nell'analisi temporale: il nozionale convertito riflette il tasso di cambio alla data di emissione, mentre la composizione del portafoglio evolve nel tempo. Il report gestisce il confronto mediante importi espressi in sterline e non suggerisce che il pool debba coprire le fluttuazioni di mercato del titolo, ma soltanto l'equivalente dei proventi netti.

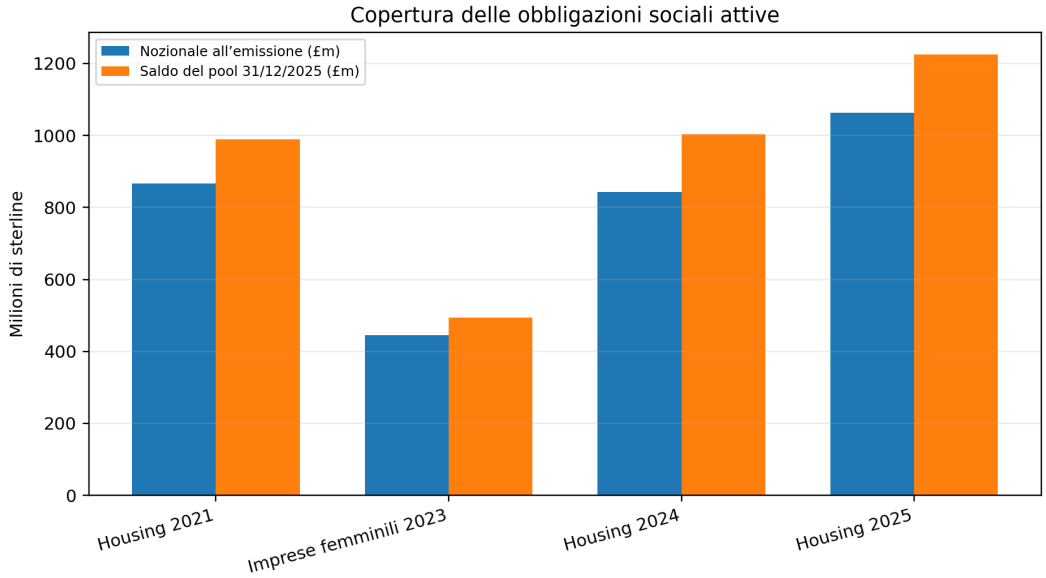
Le emissioni sociali fanno parte del programma EMTN del Gruppo e mantengono le caratteristiche finanziarie tipiche delle obbligazioni bancarie. L'etichetta sociale non modifica il diritto al pagamento di cedole e capitale né crea una relazione diretta tra performance sociale e rendimento. A differenza dei sustainability-linked bond, il costo del finanziamento non varia in funzione del raggiungimento di KPI. Il controllo dell'investitore avviene quindi principalmente attraverso la disclosure: se l'emittente non rispetta le aspettative di allocazione o reporting, il rischio è soprattutto reputazionale e di mercato, salvo specifiche previsioni nei documenti contrattuali.

Tabella 4.3 – Obbligazioni sociali attive al 31 dicembre 2025

Categoria	ISIN	Emissione	Nozionale	Nozionale £m	Pool £m	Copertura
Affordable housing	XS2307853098	26/02/2021	EUR 1.000m	867	989	114,1%
Empowerment femminile	XS2596599063	14/03/2023	EUR 500m	446	494	110,8%
Affordable housing	XS2898838516	12/09/2024	EUR 1.000m	843	1.003	119,0%
Affordable housing	XS3069320714	13/05/2025	EUR 1.250m	1.063	1.225	115,2%
Totale	–	–	–	3.219	3.711	115,3%

Fonte: elaborazione propria su NatWest Group (2026a). La copertura è calcolata come saldo del pool/nozionale all'emissione.

Figura 4.1 – Confronto tra nozionale e saldo del pool delle obbligazioni sociali attive



Fonte: elaborazione propria su dati NatWest Group (2026a).

4.3.2 Composizione del portafoglio di attività sociali

Il saldo complessivo del pool sociale è passato da 2.269 milioni di sterline nel 2023 a 2.108 milioni nel 2024, per poi salire a 3.711 milioni nel 2025. La riduzione registrata nel 2024 non indica una contrazione generale del programma, ma riflette soprattutto il rimborso dell'obbligazione per la generazione di occupazione, il cui pool ammontava a 692 milioni nel 2023. Nello stesso periodo, l'affordable housing è cresciuto da 1.171 a 1.659 milioni e

l’empowerment femminile da 406 a 449 milioni. Nel 2025, grazie alla nuova emissione housing, il pool sociale ha registrato un incremento del 76,0% rispetto all’anno precedente.

Considerando l’intero biennio 2023-2025, il saldo sociale è cresciuto del 63,6%, con un tasso medio annuo composto pari a circa il 27,9%. La crescita non è stata uniforme tra le categorie. L’affordable housing è passato da 1.171 a 3.217 milioni, con un aumento complessivo del 174,7% e un tasso medio annuo prossimo al 65,7%. L’empowerment femminile è aumentato da 406 a 494 milioni, pari al 21,7% complessivo e a circa il 10,3% medio annuo. Questi dati mostrano che l’espansione del programma è stata trainata quasi interamente dal settore abitativo.

Al 31 dicembre 2025 l’edilizia abitativa accessibile rappresentava l’86,7% del pool sociale, mentre le imprese guidate da donne costituivano il restante 13,3%. La concentrazione è coerente con la strategia dichiarata dal Gruppo e con l’elevata dimensione dei finanziamenti alle housing association. Essa comporta però che la performance sociale aggregata dipenda in larga misura da una singola categoria e dal contesto regolamentare e finanziario del settore abitativo britannico. Una maggiore diversificazione verso sanità, istruzione o generazione di occupazione potrebbe ampliare le tipologie di benefici, ma aumenterebbe anche la complessità del reporting e la necessità di metodologie eterogenee.

Nel portafoglio GSS complessivo, le attività sociali rappresentavano il 62% del saldo, contro il 38% delle attività verdi. Il dato è rilevante perché mostra una composizione diversa da quella del mercato globale, nel quale i green bond mantengono una quota prevalente. NatWest costituisce quindi un esempio di emittente bancario che ha sviluppato una specializzazione sociale significativa. Tuttavia, la quota deve essere letta all’interno del solo programma di obbligazioni etichettate e non rispetto all’intero attivo del Gruppo.

Il confronto tra valore nominale e pool evidenzia una copertura aggregata del 115,3% per la componente sociale, superiore alla copertura complessiva delle obbligazioni verdi e sociali attive, pari al 112,8%. Il margine di 15,3% può essere interpretato come indicatore di capacità di sostituzione degli asset. In un portafoglio bancario, i prestiti possono essere rimborsati anticipatamente, ammortizzati o esclusi a seguito di variazioni nei criteri; senza un buffer, tali eventi potrebbero ridurre il pool sotto il valore dei bond. La scelta di mantenere attività eccedenti è quindi prudenziale dal punto di vista operativo.

Il report presenta inoltre una distinzione tra saldo totale del pool e pool “adeguato ai proventi netti” utilizzato per il calcolo di alcune metriche d’impatto. Questa distinzione evita di attribuire risultati a una base di attività superiore all’importo effettivamente collegato ai bond. Nel caso dell’affordable housing, ad esempio, le 791 nuove unità stimate sono associate a un pool adeguato ai proventi di 1.705 milioni relativo alle emissioni 2021 e 2024, non all’intero saldo housing di 3.217 milioni. L’emissione del 2025 è inclusa nell’allocazione finanziaria, ma non nel calcolo delle nuove unità riportato per l’esercizio. La prudenza nel perimetro

migliora la coerenza dell'attribuzione, anche se limita la possibilità di confrontare direttamente tutte le emissioni.

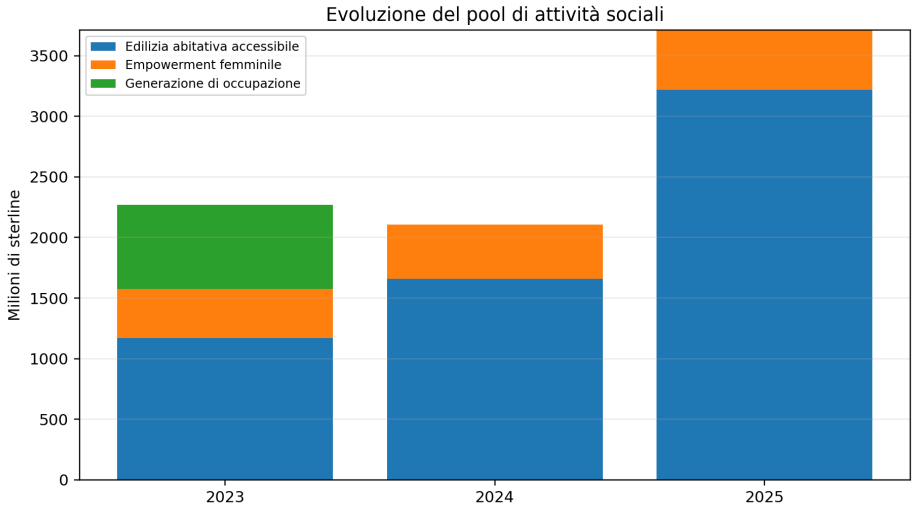
La composizione del pool evidenzia infine una differenza tra quantità di capitale e numerosità degli asset. Le housing association sostenute erano 64 soggetti unici, mentre i prestiti a imprese guidate da donne erano 13.156. Il primo portafoglio è quindi caratterizzato da esposizioni medie molto elevate e dalla necessità di comprendere l'utilizzo dei fondi a livello di organizzazione; il secondo presenta un'elevata granularità e richiede sistemi informativi capaci di classificare migliaia di posizioni per genere, settore e territorio. Questa differenza incide sui rischi di concentrazione, sui costi di controllo e sulla qualità delle metriche disponibili.

Tabella 4.4 – Evoluzione del pool sociale per categoria

Categoria (£m)	2023	2024	2025	Variazione 2025/2024	Variazione 2025/2023
Edilizia abitativa accessibile	1.171	1.659	3.217	+93,9%	+174,7%
Empowerment femminile	406	449	494	+10,0%	+21,7%
Generazione di occupazione	692	–	–	n.a.	n.a.
Totale	2.269	2.108	3.711	+76,0%	+63,6%

Fonte: elaborazione propria su NatWest Group (2026a).

Figura 4.2 – Evoluzione del pool di attività sociali, 2023-2025



Fonte: elaborazione propria su dati NatWest Group (2026a).

4.3.3 Affordable Housing e sostegno alle comunità

L'edilizia abitativa accessibile costituisce il nucleo principale del caso NatWest. Il settore britannico delle housing association combina finalità sociali, gestione immobiliare e accesso al mercato del credito. Le associazioni sono organizzazioni registrate e senza scopo di lucro che forniscono abitazioni a nuclei familiari i cui bisogni non sono soddisfatti dal mercato privato. Il finanziamento bancario può sostenere la costruzione e l'acquisizione di nuove unità, la manutenzione del patrimonio esistente, la ristrutturazione e altre attività connesse alla gestione dell'edilizia sociale.

Al 31 dicembre 2025 il pool affordable housing ammontava a 3.217 milioni di sterline. Le tre emissioni attive sostenevano complessivamente 74 relazioni di allocazione con housing association, corrispondenti a 64 soggetti unici. La differenza indica che alcune associazioni erano presenti in più pool. La pubblicazione del numero univoco è una buona pratica, perché evita di presentare come beneficiari distinti soggetti ripetuti tra emissioni differenti. Rispetto al 2024, le housing association uniche sono aumentate da 41 a 64, con una crescita del 56,1%.

Il primo bond housing presentava un pool di 989 milioni e sosteneva 19 associazioni; il secondo, emesso nel 2024, aveva un pool di 1.003 milioni e 30 associazioni; il terzo, emesso nel 2025, raggiungeva 1.225 milioni e 25 associazioni. Il numero di soggetti non è proporzionale al saldo, poiché le esposizioni hanno dimensioni differenti e una stessa associazione può ricevere più finanziamenti. Il dato consente comunque di osservare l'ampliamento della base di controparti e di valutare il rischio di concentrazione in modo più informato rispetto alla sola comunicazione dell'importo aggregato.

Il report descrive la composizione delle abitazioni gestite dalle housing association incluse nei pool: il 69% era costituito da social rent, il 12% da affordable rent, il 5% da shared ownership, il 4% da supported housing e il 10% da altre unità. Il social rent rappresenta quindi la quota dominante e riguarda abitazioni con canoni significativamente inferiori ai livelli di mercato e maggiore sicurezza della locazione. L'affordable rent ammette canoni fino all'80% del mercato locale; la shared ownership consente di acquistare una quota dell'immobile e pagare un canone sulla parte residua; il supported housing combina alloggio e servizi di assistenza per persone che necessitano di supporto.

Le housing association ricomprese nei tre pool gestivano complessivamente 902.221 unità abitative. Tale numero non deve essere interpretato come quantità di abitazioni interamente finanziate dai bond. Esso descrive la scala complessiva delle organizzazioni finanziate e offre un'indicazione della popolazione potenzialmente raggiunta, ma non misura l'attribuzione. Per le emissioni 2021 e 2024, NatWest stima che le attività finanziate abbiano contribuito allo sviluppo o all'acquisizione di 791 nuove unità e abbiano parzialmente sostenuto circa 555.000 unità complessive. La formulazione "parzialmente sostenute" è metodologicamente più

prudente, poiché riconosce che i prestiti possono finanziare organizzazioni con portafogli molto ampi senza consentire un collegamento uno-a-uno tra bond e singola abitazione.

Le 791 nuove unità risultavano più che raddoppiate rispetto alle 395 riportate nel 2024[29]. L'aumento del 100,3% segnala una crescita dell'attività attribuita ai pool esistenti. La metrica è sottoposta a limited assurance, ma rimane una stima basata sui dati forniti dalle housing association e sulle metodologie descritte da NatWest. Essa rappresenta un output fisico, non un outcome sociale: indica quante unità sono state sviluppate o acquisite, ma non misura il miglioramento dell'accessibilità economica, la riduzione del sovraffollamento, la stabilità abitativa o il benessere dei residenti.

Il dettaglio finanziario mostra che, per il pool adeguato ai proventi delle emissioni 2021 e 2024, 118 milioni di sterline erano associati alla spesa per nuove unità, 19 milioni a manutenzione e riparazioni, 13 milioni ad altre riparazioni capitalizzate e 5 milioni ad altre attività di edilizia sociale. Questi importi rappresentano soltanto una parte del pool adeguato di 1.705 milioni. La differenza riflette la natura del finanziamento alle housing association, che non è sempre riconducibile a un singolo progetto o a una voce di spesa immediatamente osservabile. Il bond sostiene la capacità finanziaria complessiva dell'organizzazione, mentre l'impatto finale dipende dall'uso del capitale all'interno di una struttura patrimoniale più ampia.

La distribuzione geografica del pool appare relativamente articolata. Il 15% era attribuito alla Greater London, il 14% alla Scozia, il 12% al Sud Est, l'11% al Nord Ovest, il 9% al Sud Ovest, il 9% alle West Midlands, l'8% allo Yorkshire and the Humber, il 6% alle East Midlands, il 6% all'East Anglia, il 4% al Galles, il 4% all'Irlanda del Nord e il 2% al Nord Est. La presenza in tutte le nazioni del Regno Unito e in più regioni riduce il rischio che il beneficio sia concentrato esclusivamente nelle aree economicamente più forti. Tuttavia, il dato regionale del saldo non coincide con la distribuzione dei beneficiari e non consente di verificare se la quota di finanziamento sia proporzionata all'intensità del bisogno abitativo locale.

Dal punto di vista sociale, l'affordable housing presenta un forte razionale, poiché l'accesso a un'abitazione stabile influenza salute, istruzione, occupazione e inclusione. Dal punto di vista della misurazione, però, è una categoria complessa. Il numero di unità supportate può sovrastimare l'impatto se l'esposizione finanzia soltanto una piccola parte del costo; al contrario, può sottostimarlo se il finanziamento consente all'associazione di mantenere o migliorare servizi che beneficiano un numero elevato di residenti. La soluzione adottata da NatWest, basata su più indicatori e sulla distinzione tra nuove unità e unità parzialmente sostenute, rappresenta un compromesso ragionevole, ma non sostituisce indicatori di outcome.

---

[29] NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report, cit., pp. 19-20.

Per rafforzare l'analisi sarebbe utile integrare il report con dati quali il numero di persone o nuclei familiari ospitati, la quota di beneficiari a basso reddito, il differenziale medio tra canone sociale e canone di mercato, il tasso di occupazione degli immobili, la durata media della permanenza e il numero di persone precedentemente senza dimora o in condizioni abitative precarie. Il framework 2026 include il numero di persone beneficiarie tra gli indicatori possibili, ma tale metrica non era presente nel report 2025. Il suo sviluppo consentirebbe di avvicinare la rendicontazione dall'output all'outcome.

Tabella 4.5 – Principali indicatori dell'edilizia abitativa accessibile

Indicatore	2024	2025	Variazione/lettura
Saldo del pool (£m)	1.659	3.217	+93,9%
Housing association uniche	41	64	+56,1%
Nuove unità stimate sviluppate/acquisite	395	791	+100,3%
Tipologia prevalente	Social rent	Social rent (69%)	Forte orientamento alle locazioni sociali
Distribuzione geografica	Regno Unito	Tutte le nazioni e principali regioni UK	Portafoglio territorialmente diversificato

Fonte: elaborazione propria su NatWest Group (2026a).

4.3.4 Finanziamento delle piccole e medie imprese

La seconda categoria sociale attiva riguarda le imprese guidate da donne. Il bond è stato emesso nel marzo 2023 e al 31 dicembre 2025 risultava pienamente allocato a un pool di 494 milioni di sterline. I prestiti inclusi erano 13.156, rispetto a 13.857 nel 2024. Il numero delle posizioni è quindi diminuito del 5,1%, mentre il saldo del pool è aumentato del 10,0%. La combinazione dei due andamenti determina un aumento dell'esposizione media teorica da circa 32.400 a 37.550 sterline, pari al 15,9%. Il calcolo è puramente indicativo, perché il saldo aggregato non fornisce informazioni sulla distribuzione e può essere influenzato da rimborsi, nuove erogazioni e sostituzioni[30].

Il portafoglio è caratterizzato da elevata granularità e da prestiti generalmente di importo contenuto rispetto alle esposizioni verso le housing association. Questa struttura riduce il rischio di concentrazione sul singolo debitore, ma aumenta la complessità operativa del

[30] NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report, cit., pp. 18 e 22; International Capital Market Association, Handbook – Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds, 2026.

controllo. Per classificare correttamente migliaia di posizioni, NatWest deve disporre di informazioni affidabili sulla proprietà e sul genere. Il report specifica che il genere è basato sull'autodichiarazione del cliente a Companies House o alla banca; in alcuni casi viene ricavato dal titolo o, dal 2025, dal nome di battesimo confrontato con dati dell'Office for National Statistics. L'utilizzo di proxy amplia la copertura informativa, ma introduce margini di errore e solleva questioni di accuratezza e inclusività.

Nel 2025 la soglia metodologica è stata aggiornata dal 51% al 50%. Il framework 2026 fa riferimento a una proprietà o distribuzione economica superiore al 50%, mentre il report descrive l'aggiornamento operativo della soglia. Anche una variazione apparentemente limitata può modificare il perimetro di eleggibilità e ridurre la confrontabilità con gli esercizi precedenti. La trasparenza sulla modifica è quindi positiva; per un'analisi longitudinale sarebbe utile quantificare quante imprese siano state incluse o escluse a seguito del cambiamento.

Il 67% dei prestiti del pool era costituito da Bounce Back Loans garantiti dal governo britannico. Tali finanziamenti erano stati introdotti durante la pandemia per sostenere rapidamente le piccole imprese. La presenza dominante di questa tipologia offre una chiave di lettura importante. Da un lato, il programma ha consentito di raggiungere un numero elevato di attività e di sostenere la continuità aziendale in una fase critica. Dall'altro, una parte significativa del pool deriva da misure emergenziali originate prima dell'emissione del bond, con una forte componente di rifinanziamento. L'addizionalità del social bond deve quindi essere interpretata soprattutto in termini di collegamento della raccolta a un portafoglio sociale esistente e di riconoscimento del contributo finanziario della banca, più che come prova che l'emissione abbia generato direttamente nuovi prestiti.

La distribuzione settoriale mostra una concentrazione del 30% in sanità e assistenza sociale, seguita da immobiliare al 14%, altre attività di servizi al 10%, agricoltura, silvicoltura e pesca al 9%, alloggio e ristorazione al 9%, commercio all'ingrosso e al dettaglio al 7% e attività professionali, scientifiche e tecniche al 6%. Il restante 15% è distribuito tra diversi settori, tra cui trasporto e stoccaggio, costruzioni, arti, intrattenimento e manifattura. La composizione suggerisce che il sostegno alle imprese femminili può generare anche co-benefici attraverso servizi sanitari, assistenza e attività locali, ma tali effetti non sono misurati separatamente.

La distribuzione geografica copre Inghilterra, Scozia, Irlanda del Nord e Galles, con saldi rispettivamente pari a 386, 67, 22 e 19 milioni di sterline. L'Inghilterra rappresenta circa il 78,1% del pool, la Scozia il 13,6%, l'Irlanda del Nord il 4,5% e il Galles il 3,8%. Anche in questo caso, il saldo regionale non coincide necessariamente con il numero di imprese o di occupati. La presenza di dati sia territoriali sia settoriali è comunque utile per verificare che l'allocazione non sia eccessivamente concentrata in un unico comparto o territorio.

Il principale limite è rappresentato dalla natura delle metriche. Il report comunica il numero di prestiti, ma non il numero di imprese uniche, di imprenditrici raggiunte, di posti di lavoro mantenuti o creati, né l'evoluzione del fatturato, della sopravvivenza aziendale o dell'accesso a successivi finanziamenti. Il framework 2026 prevede come indicatori il numero di imprenditrici supportate e i posti di lavoro creati, salvati o mantenuti. L'allineamento futuro del report a questi indicatori consentirebbe di distinguere tra semplice volume di credito e miglioramento effettivo dell'inclusione economica.

Il caso specifico di Zanta Healthcare, descritto nel report, mostra la logica qualitativa del finanziamento. L'impresa, fondata da una ex infermiera e attiva nei servizi di supported living, ha ottenuto un prestito superiore a 500.000 sterline per acquisire tre immobili a Birmingham. L'operazione collega empowerment femminile, crescita d'impresa e offerta di servizi a persone con bisogni complessi. Il caso è utile per illustrare il meccanismo causale, ma non può essere generalizzato all'intero portafoglio. Una rendicontazione equilibrata deve affiancare le storie individuali ai dati aggregati, evitando che esempi selezionati sostituiscano la misurazione sistematica.

Tabella 4.6 – Analisi del pool "imprese guidate da donne"

Indicatore	2024	2025	Variazione
Saldo del pool (£m)	449	494	+10,0%
Numero di prestiti	13.857	13.156	−5,1%
Esposizione media teorica	£32.402	£37.549	+15,9%
Quota Bounce Back Loans	n.d.	67%	Elevata incidenza di prestiti pandemici
Settore principale	n.d.	Sanità e assistenza sociale (30%)	Concentrazione settoriale moderata

Fonte: elaborazione propria su NatWest Group (2026a). L'esposizione media teorica è calcolata come saldo del pool/ numero di prestiti.

4.4 La misurazione dell'impatto sociale

4.4.1 Indicatori e metodologie utilizzati da NatWest

La misurazione dell'impatto sociale richiede una distinzione tra output, outcome e impatto. L'ICMA definisce gli output come risultati immediati e osservabili dell'attività finanziata, ad esempio il numero di abitazioni realizzate o di prestiti erogati. Gli outcome rappresentano cambiamenti nelle condizioni dei beneficiari, come una riduzione del costo abitativo, una maggiore stabilità finanziaria o un miglioramento dell'accesso ai servizi. L'impatto in senso

stretto riguarda invece la quota di tali cambiamenti effettivamente attribuibile all'intervento, al netto di ciò che sarebbe avvenuto comunque e dell'azione di altri soggetti.

Nel report NatWest 2025 la maggior parte degli indicatori sociali appartiene alla prima categoria. Per l'affordable housing vengono riportati il saldo del pool, il numero di housing association uniche e le nuove unità stimate sviluppate o acquisite. Per l'empowerment femminile vengono comunicati il numero di prestiti e la distribuzione del portafoglio. Queste informazioni sono utili perché rendono visibile l'ampiezza dell'attività, ma non dimostrano direttamente un miglioramento delle condizioni dei beneficiari.

La scelta degli output è comprensibile dal punto di vista operativo. Essi possono essere derivati da sistemi contabili o da informazioni relativamente standardizzate fornite dai clienti. Gli outcome richiedono invece dati personali, indagini, follow-up e una maggiore capacità di collegare il finanziamento a risultati nel tempo. Nel settore abitativo, ad esempio, il numero di unità può essere verificato attraverso i piani delle housing association; misurare il benessere dei residenti richiede dati sul reddito, sui canoni, sulla qualità dell'abitazione e sulla situazione precedente. Nel credito alle imprese, il numero di prestiti è disponibile nei sistemi bancari; la creazione di occupazione deve essere rilevata presso migliaia di imprese e confrontata con il loro andamento in assenza del finanziamento.

L'ICMA raccomanda di descrivere le metodologie e, ove possibile, di rendicontare su base disaggregata. NatWest fornisce dettagli per ISIN, categoria, regione e settore. Il report distingue inoltre i soggetti unici dalle relazioni ripetute e indica quando le metriche sono stimate o sottoposte a *limited assurance*, ossia a un'attestazione con un livello di sicurezza limitato. Questi elementi migliorano la trasparenza. Un ulteriore punto positivo è la presenza di note cautelative che riconoscono esplicitamente le limitazioni dei dati, l'uso di proxy, l'assenza di standard comuni e il minore livello di maturità dei controlli non finanziari rispetto alla rendicontazione contabile.

Per l'affordable housing, la metodologia di attribuzione utilizza il pool adeguato ai proventi netti. Il principio è che l'impatto rendicontato non debba superare la quota finanziaria effettivamente collegata al bond. Tuttavia, quando il prestito finanzia l'intera organizzazione e non un progetto specifico, l'attribuzione resta indiretta. Il report risolve parzialmente il problema separando le nuove unità dalle unità complessive "parzialmente sostenute". Tale formulazione comunica che il contributo della banca è una componente del finanziamento e non l'unica causa del risultato.

Per le imprese guidate da donne, la metodologia si concentra sull'idoneità del debitore e non sull'utilizzo specifico del singolo prestito. La classificazione dipende dalla proprietà femminile e dall'identificazione del genere. Il numero di prestiti allocati costituisce quindi una misura dell'accesso al credito, ma non necessariamente del miglioramento economico. Inoltre, più prestiti potrebbero essere riferiti alla stessa impresa; il report non chiarisce se il

numero corrisponda a imprese uniche. Per evitare duplicazioni nell'interpretazione, sarebbe preferibile comunicare sia il numero di finanziamenti sia il numero di beneficiari unici.

Il passaggio dall'output all'impatto richiederebbe aggiustamenti per deadweight, attribution, drop-off e displacement. Il deadweight rappresenta ciò che sarebbe accaduto anche senza il finanziamento. L'attribution considera il contributo di altri finanziatori o programmi pubblici. Il drop-off misura la riduzione dell'effetto nel tempo, mentre il displacement valuta se il beneficio in un'area abbia sottratto opportunità altrove. Nel caso NatWest questi elementi non vengono quantificati, e ciò è coerente con lo stato attuale del mercato; tuttavia, la loro assenza impedisce di utilizzare il termine "impatto" in senso causale forte.

L'approccio più corretto è quindi leggere il report come una rendicontazione di allocazione accompagnata da indicatori di output e da stime selezionate. Il valore informativo è significativo, soprattutto rispetto a emissioni che si limitano a comunicare la piena allocazione, ma non consente di calcolare un rendimento sociale del capitale o di confrontare direttamente categorie differenti. Per una tesi orientata al controllo delle performance, questa distinzione è fondamentale: la qualità del processo e la trasparenza possono essere valutate anche quando l'impatto finale non è interamente misurabile, purché i limiti siano esplicitati.

4.4.2 Analisi dei risultati riportati

L'analisi quantitativa dei dati 2025 consente di costruire alcuni indicatori derivati utili per valutare la gestione del programma. Il primo è la quota sociale sul totale dei pool GSS (*Green, Social and Sustainability*), pari al 61,9%. Il secondo è il rapporto di copertura, ottenuto dividendo il valore del portafoglio sociale per il valore nominale delle obbligazioni sociali attive, che risulta pari al 115,3%. Il terzo è il tasso di crescita annuo del pool sociale, pari al 76,0% nel 2025. Questi indicatori mostrano una forte capacità di allocazione e una crescente centralità della componente sociale.

La copertura aggregata superiore al 100% riduce il rischio di disallineamento operativo. Il margine di 492 milioni di sterline equivale a circa il 15,3% del nozionale. A livello di singola emissione, il buffer è compreso tra il 10,8% e il 19,0%. L'assenza di valori inferiori al 100% conferma che NatWest disponeva di attività idonee sufficienti per tutte le obbligazioni attive. Questo è un indicatore di gestione, non di efficacia sociale: un pool può essere ampio e correttamente allocato anche se gli outcome non vengono misurati.

La composizione evidenzia una concentrazione dell'86,7% nell'affordable housing. Tale quota può essere considerata coerente con il posizionamento strategico e con la dimensione del bisogno abitativo, ma riduce la diversificazione tematica. La concentrazione non è necessariamente negativa, perché una specializzazione consente di sviluppare competenze, metodologie e relazioni con i clienti. Tuttavia, rende il programma esposto a variazioni nel

settore delle housing association e limita la capacità di dimostrare benefici sociali in ambiti differenti.

Il confronto temporale dell'housing mostra una crescita del saldo superiore alla crescita del numero di associazioni. Tra il 2024 e il 2025 il pool è aumentato del 93,9%, mentre le housing association uniche sono cresciute del 56,1%. Ne deriva un aumento del saldo medio teorico per associazione da circa 40,5 a 50,3 milioni di sterline. Il dato non coincide con l'esposizione effettiva media, perché alcune associazioni sono presenti in più pool e la distribuzione è disomogenea, ma suggerisce che la crescita sia derivata sia dall'ampliamento della base sia dall'incremento degli importi associati ai singoli soggetti.

Le nuove unità stimate sono aumentate del 100,3%, in linea con la crescita del pool housing. Il rapporto tra nuove unità e pool adeguato ai proventi per i due bond considerati (emissioni del 2021 e del 2024) è pari a circa 0,46 unità per milione di sterline. Questo rapporto non deve essere interpretato come costo unitario, poiché gran parte del finanziamento sostiene attività diverse dalla costruzione o acquisizione di nuove abitazioni. Il dato mostra piuttosto la difficoltà di utilizzare un singolo indicatore fisico per rappresentare un portafoglio di finanziamenti general purpose verso organizzazioni immobiliari sociali.

Nel portafoglio per le imprese guidate da donne, la riduzione del numero di prestiti e l'aumento del saldo possono essere spiegati da una modifica nella composizione: rimborsi di posizioni più piccole, nuove erogazioni di importo superiore o sostituzione di asset. L'aumento dell'esposizione media teorica del 15,9% non consente di concludere che il sostegno per impresa sia effettivamente aumentato, perché non si conosce il numero di imprese uniche. Esso segnala però che il pool non è statico e che la sola numerosità dei prestiti può fornire un'immagine incompleta.

La quota del 67% di Bounce Back Loans rappresenta un elemento critico per l'interpretazione. Se gran parte delle esposizioni è stata originata nell'ambito di un programma pandemico garantito dallo Stato, l'effetto sociale è collegato alla continuità delle imprese durante la crisi e alla successiva disponibilità di capitale. Tuttavia, il bond del 2023 ha prevalentemente rifinanziato un portafoglio esistente. Per valutare l'addizionalità sarebbe utile distinguere tra prestiti originati prima e dopo l'emissione, nonché tra posizioni mantenute nel pool e nuovi finanziamenti.

La distribuzione settoriale e geografica aggiunge informazioni sulla diversificazione, ma non permette di stimare l'outcome. Una quota del 30% in sanità e assistenza sociale può suggerire benefici indiretti per le comunità, ma il social bond è classificato sulla base della proprietà femminile e non della finalità sociale del settore. Per evitare sovrapposizioni narrative, l'impatto principale dovrebbe restare l'accesso al capitale per le imprenditrici; eventuali co-benefici settoriali andrebbero riportati separatamente e con metodologie dedicate.

Nel complesso, l'analisi quantitativa evidenzia una capacità elevata di ricostruire e monitorare l'allocazione dei proventi, accompagnata tuttavia da una misurazione sociale ancora prevalentemente basata su output. Al 31 dicembre 2025, i quattro social bond attivi presentavano un nozionale complessivo di 3.219 milioni di sterline a fronte di pool sociali pari a 3.711 milioni, con una copertura aggregata del 115,3% e un buffer di circa 492 milioni. L'affordable housing rappresentava l'86,7% del pool sociale, mentre le 64 housing association uniche e le 791 nuove unità stimate evidenziavano una crescita rilevante rispetto all'esercizio precedente. Il portafoglio dedicato alle imprese guidate da donne ammontava invece a 494 milioni di sterline e comprendeva 13.156 prestiti. La Tabella 4.7 sintetizza i principali risultati quantitativi, distinguendo la dimensione e l'allocazione dei portafogli dagli indicatori che possono essere interpretati come output sociali.

Tabella 4.7 – Sintesi dei principali risultati quantitativi del programma sociale NatWest al 31 dicembre 2025

Indicatore	Valore al 31/12/2025	Confronto / lettura
Social bond attivi	**4**	Tre emissioni dedicate all'affordable housing e una al women empowerment
Nozionale complessivo dei social bond	**£3.219 mln**	Valore complessivo convertito in sterline al momento dell'emissione
Saldo complessivo dei pool sociali	**£3.711 mln**	61,9% dei pool GSS; +76,0% rispetto al 2024
Copertura pool/nozionale	**115,3%**	Buffer di circa £492 mln rispetto al nozionale
Affordable housing sul pool sociale	**86,7%**	£3.217 mln; principale componente del programma sociale
Housing association uniche	**64**	41 nel 2024; +56,1%
Nuove unità stimate sviluppate/ acquisite	**791**	395 nel 2024; +100,3%
Pool imprese guidate da donne	**£494 mln**	+10,0% rispetto al 2024
Prestiti a imprese guidate da donne	**13.156**	13.857 nel 2024; −5,1%

Fonte: elaborazione propria su dati NatWest Group plc (2026a).

4.4.3 Limiti nella misurazione e comparabilità dell'impatto

Il primo limite riguarda la disponibilità e la qualità dei dati. NatWest riconosce che in alcuni settori, soprattutto quelli con una forte presenza di PMI, le informazioni possono non essere complete, verificabili o comparabili. Quando i dati non sono disponibili a livello di singola controparte, possono essere utilizzati proxy o valori aggregati. Questo problema è particolarmente evidente nella classificazione di genere e nella stima dei beneficiari indiretti. L'utilizzo di proxy aumenta la copertura, ma può introdurre errori sistematici e ridurre la precisione.

Il secondo limite è la diversa maturità dei sistemi di controllo. Il report specifica che i processi utilizzati per raccogliere e rendicontare dati di sostenibilità non sono soggetti allo stesso livello di formalizzazione della rendicontazione finanziaria storica. Essi possono basarsi su procedure manuali, stime e giudizi. La limited assurance riduce il rischio di errori sulle metriche selezionate, ma non copre necessariamente tutte le informazioni né elimina l'incertezza intrinseca. In un'ottica di controllo, ciò richiede una progressiva integrazione dei dati ESG nei sistemi amministrativi e nei presidi di qualità.

Il terzo limite riguarda la comparabilità. Non esiste una definizione globale univoca di attività sociale o di impatto sociale. Anche all'interno della stessa categoria, gli emittenti possono applicare soglie differenti. Nel caso dell'empowerment femminile, la modifica della soglia di proprietà e le modalità di identificazione del genere influenzano il perimetro. Nell'affordable housing, le definizioni di social rent e affordable rent sono strettamente legate al sistema britannico e non sono immediatamente confrontabili con i modelli di edilizia sociale di altri Paesi.

Il quarto limite è l'assenza di uno scenario di confronto. Le metriche riportano ciò che è stato finanziato, ma non ciò che sarebbe accaduto senza il bond o senza il credito NatWest. Le housing association avrebbero potuto ottenere fondi da altri intermediari; le imprese femminili avrebbero potuto continuare l'attività grazie a garanzie pubbliche o risorse proprie. Senza un gruppo di confronto o un'analisi econometrica, non è possibile stimare il *deadweight*, ossia la quota di risultato che si sarebbe verificata anche in assenza del finanziamento, né attribuire causalmente il risultato all'emissione.

Il quinto limite è la prevalenza degli output. Le 791 nuove unità e i 13.156 prestiti sono indicatori concreti, ma non misurano l'effettivo miglioramento sociale. Per l'housing mancano dati sul numero di beneficiari, sull'accessibilità dei canoni, sulla qualità dell'abitazione e sulla stabilità residenziale. Per le imprese mancano informazioni su sopravvivenza, fatturato, occupazione e riduzione del gender funding gap. La rendicontazione può quindi dimostrare la destinazione sociale del capitale, ma non l'intera catena di risultati.

Il sesto limite riguarda il doppio conteggio e l'attribuzione. NatWest riduce il rischio comunicando il numero di housing association uniche e utilizzando pool adeguati ai proventi. Rimane però possibile che una stessa organizzazione sia finanziata da più banche o da più strumenti. Le 902.221 unità gestite dalle associazioni non possono essere attribuite integralmente ai bond. Analogamente, un'impresa può beneficiare di più prestiti o programmi pubblici. La rendicontazione dovrebbe chiarire sistematicamente se le metriche rappresentino valori lordi, unici o proporzionalmente attribuiti.

Infine, il framework e il report contengono disclaimer che precisano l'assenza di garanzie sul raggiungimento dei risultati attesi e la natura non contrattualmente vincolante di molte dichiarazioni. Tali avvertenze sono giuridicamente comprensibili, ma mostrano che la responsabilità dell'emittente è soprattutto reputazionale. Per ridurre il rischio di social washing, la disciplina di mercato deve quindi basarsi sulla qualità delle informazioni, sulla continuità del reporting e sulla capacità degli investitori di analizzare criticamente le metriche.

4.5 Valutazione conclusiva del caso NatWest

4.5.1 Punti di forza del modello

Il primo punto di forza del modello NatWest è la coerenza tra strategia, attività finanziate e composizione del portafoglio. L'edilizia abitativa accessibile è presentata come una priorità per la crescita equilibrata del Regno Unito e rappresenta effettivamente la componente principale delle emissioni sociali. Il sostegno all'imprenditorialità femminile è inserito in un insieme più ampio di iniziative commerciali e di accompagnamento. Il social bond non appare quindi isolato dalla strategia della banca, ma collegato a settori nei quali il Gruppo dispone di competenze e volumi significativi.

Il secondo punto di forza è la trasparenza dell'allocazione. Il report fornisce ISIN, data di emissione, valuta, nozionale, saldo del pool e percentuale di allocazione per ogni obbligazione. La disponibilità di dati per singolo bond consente di verificare la copertura e di seguire l'evoluzione del portafoglio. La presenza di un buffer superiore al nozionale per tutte le emissioni indica una gestione prudente degli asset idonei.
Il terzo elemento è la governance interfunzionale. Il Sustainable and Transition Financing Working Group coinvolge tesoreria, sostenibilità, finanza e rischio, mentre il processo è integrato con controlli reputazionali e ambientali-sociali. Questa configurazione riduce il rischio che l'etichetta venga gestita esclusivamente come strumento di marketing o di investor relations. L'inclusione di esclusioni settoriali, controlli a campione e procedure di rimozione degli asset non più idonei rafforza il presidio.

Il quarto punto di forza è il ricorso a verifiche esterne con funzioni distinte. La Second Party Opinion di DNV valuta l'allineamento del framework ai principi ICMA; la limited assurance di EY copre alcune metriche di allocazione e output. L'assurance non elimina i limiti

dell'impatto, ma aumenta l'affidabilità delle informazioni più rilevanti e rende più difficile modificare il perimetro senza adeguata documentazione.

Il quinto elemento è la consapevolezza dei limiti. NatWest dedica ampio spazio alle avvertenze su qualità dei dati, proxy, stime, comparabilità e immaturità dei sistemi. Tale trasparenza può apparire prudenziale, ma rappresenta anche una buona pratica: l'emittente non presenta le metriche come misure perfette e invita a leggerle insieme alle metodologie. La credibilità della rendicontazione sociale dipende anche dalla capacità di dichiarare ciò che non è possibile misurare.
Infine, il modello offre una base utile per l'evoluzione futura. Il framework 2026 amplia le categorie sociali, prevede indicatori più vicini agli outcome e si richiama esplicitamente all'Harmonised Framework ICMA. La presenza di una struttura di governance già operativa può facilitare l'integrazione di nuove metriche senza dover costruire il sistema da zero.

4.5.2 Criticità e rischio di social washing

Il rischio di social washing non implica necessariamente la presenza di informazioni false. Può derivare anche da una rappresentazione selettiva che enfatizza l'etichetta sociale senza dimostrare l'effettivo cambiamento prodotto. Nel caso NatWest, sulla base della documentazione pubblicamente disponibile esaminata, i presidi descritti dall'emittente contribuiscono a mitigare tale rischio, senza tuttavia consentire di escluderlo.

Una prima criticità è la distanza tra allocazione e impatto. La piena copertura dei bond dimostra che esistono asset conformi ai criteri, ma non che i proventi abbiano generato risultati aggiuntivi. La possibilità di rifinanziare attività pregresse, particolarmente evidente nel portafoglio dei Bounce Back Loans, indebolisce il nesso temporale tra emissione e nuova erogazione. Una maggiore disclosure sulla quota di nuovi finanziamenti e sul periodo di look-back renderebbe l'addizionalità più valutabile.

Una seconda criticità è la prevalenza di metriche di output. Il numero di prestiti o di unità abitative può essere comunicato in modo efficace, ma non informa sulla qualità del risultato. Un'abitazione è socialmente rilevante se è effettivamente accessibile, adeguata e stabile; un prestito produce empowerment se migliora la capacità dell'imprenditrice di operare, investire e creare occupazione. Senza indicatori di outcome, il rischio è che la dimensione del portafoglio venga confusa con l'intensità dell'impatto.

Una terza criticità riguarda la concentrazione. L'86,7% del pool sociale è legato all'affordable housing. La specializzazione facilita il controllo, ma può rendere l'etichetta sociale dipendente dalla classificazione di un settore tradizionalmente finanziato dalla banca. Per dimostrare addizionalità, sarebbe utile evidenziare in quale misura la raccolta sociale consenta condizioni, durata, capacità o investimenti ulteriori rispetto al normale credito.

Una quarta area è la metodologia di classificazione delle imprese femminili. L'autodichiarazione rappresenta la fonte preferibile, mentre l'uso del titolo o del nome come proxy può generare errori. La modifica della soglia e l'assenza del numero di imprese uniche riducono la comparabilità. Il rischio non è soltanto statistico: una classificazione imprecisa può incidere sulla credibilità di un bond costruito proprio sulla definizione della popolazione target.

Una quinta criticità deriva dalla natura volontaria e non vincolante del framework. Le dichiarazioni non costituiscono un obbligo contrattuale equivalente alle condizioni finanziarie del titolo e l'emittente non garantisce il raggiungimento dell'esito sociale. Questo è comune nel mercato, ma attribuisce un ruolo centrale alla reputazione. Se gli investitori non dispongono di competenze o informazioni sufficienti, la disciplina reputazionale può risultare debole.

Alla luce della documentazione pubblicamente disponibile esaminata, non emergono elementi tali da consentire di qualificare il programma NatWest come una forma di social washing. Tale valutazione deve tuttavia essere interpretata entro i limiti informativi dell'analisi: il livello di disclosure, la struttura di governance e il ricorso a verifiche esterne rappresentano presidi che contribuiscono a mitigare il rischio, ma non consentono di escluderlo in termini assoluti né di verificare causalmente l'effettivo impatto sociale generato dalle emissioni. Il rischio residuo riguarda soprattutto la possibilità che gli output vengano interpretati come prova dell'impatto, che la piena allocazione venga assimilata all'addizionalità e che portafogli comprendenti attività rifinanziate siano rappresentati come evidenza di nuova capacità sociale generata dall'emissione. La mitigazione di tali rischi richiede un linguaggio rigoroso, indicatori maggiormente orientati agli outcome e una chiara distinzione tra finanziamento, rifinanziamento e risultati attribuibili.

4.5.3 Prospettive future

Le prospettive del programma NatWest dipendono dalla capacità di sviluppare il sistema di misurazione insieme all'espansione delle categorie sociali. Il framework 2026 apre alla sanità, all'istruzione e alla generazione di occupazione, ma l'inclusione di nuovi settori richiederà indicatori specifici e fonti informative affidabili. Una crescita quantitativa non accompagnata da un adeguato controllo dei dati potrebbe ridurre la comparabilità e aumentare il rischio di affermazioni generiche.

Per l'affordable housing, l'evoluzione più rilevante sarebbe il passaggio dal numero di unità al numero e alle caratteristiche dei beneficiari. Indicatori quali nuclei familiari ospitati, reddito rispetto alla mediana, differenziale tra canone e mercato, riduzione del rischio di homelessness e miglioramento della qualità abitativa renderebbero il reporting più vicino all'outcome. La raccolta dovrebbe avvenire in forma aggregata e rispettosa della privacy, sfruttando le informazioni già detenute dalle housing association.

Per l'empowerment femminile, sarebbe utile comunicare il numero di imprese uniche e distinguere tra prestiti nuovi e rifinanziati. Il monitoraggio della sopravvivenza aziendale, dell'occupazione, dei ricavi e dell'accesso a ulteriori capitali consentirebbe di valutare il contributo alla riduzione del funding gap. Il confronto tra le imprese finanziate in periodi diversi permetterebbe di valutare con maggiore precisione l'evoluzione dei risultati, senza richiedere necessariamente l'impiego di un modello completo di analisi causale.

Sul piano del controllo, NatWest potrebbe ampliare progressivamente il perimetro della limited assurance e formalizzare maggiormente i processi ESG. L'integrazione dei dati sociali nei sistemi di risk e finance ridurrebbe la dipendenza da procedure manuali e faciliterebbe riconciliazioni periodiche. La pubblicazione di una tabella di continuità del pool, con saldo iniziale, nuovi ingressi, rimborsi, esclusioni e saldo finale, renderebbe più trasparente la dinamica delle attività.
Un'ulteriore prospettiva riguarda il collegamento tra impatto e performance finanziaria. Il caso analizzato mostra in modo dettagliato l'allocazione, ma non consente di valutare se l'etichetta sociale abbia ridotto il costo della raccolta, ampliato la domanda degli investitori o migliorato la stabilità del funding. Un'analisi futura potrebbe confrontare spread di emissione, order book e andamento sul mercato secondario con obbligazioni convenzionali dello stesso emittente, controllando per scadenza, valuta e seniority. Ciò permetterebbe di integrare il valore sociale con la prospettiva economico-finanziaria.

Infine, la credibilità futura dipenderà dalla continuità. Un singolo report può offrire una fotografia, mentre la valutazione dell'impatto richiede serie storiche coerenti. NatWest dispone già di più anni di dati e di un programma regolare; la sfida sarà mantenere la comparabilità nonostante l'evoluzione dei framework. La pubblicazione di ricalcoli o riconciliazioni quando le metodologie cambiano rappresenterebbe una buona pratica e consentirebbe agli investitori di distinguere la crescita reale dagli effetti di perimetro.

In conclusione, il caso NatWest mostra come un gruppo bancario possa integrare i social bond nella gestione della raccolta e valorizzare portafogli creditizi con finalità sociali. Il modello presenta una governance strutturata, una copertura finanziaria trasparente e un ricorso significativo alla verifica esterna. La componente quantitativa evidenzia una forte crescita, guidata dall'edilizia abitativa accessibile, e una capacità di mantenere pool superiori al nozionale delle emissioni. Al tempo stesso, l'analisi conferma che la misurazione dell'impatto sociale rimane meno matura della misurazione dell'allocazione. La maggior parte delle informazioni descrive output e portafogli, mentre gli outcome e l'attribuzione causale sono ancora limitati.
Il principale contributo del caso di studio consiste quindi nel mostrare che la credibilità di un social bond non dipende da un singolo indicatore, ma dalla coerenza dell'intero sistema: strategia, definizione della popolazione target, selezione degli asset, gestione dei proventi, qualità dei dati, assurance e trasparenza sui limiti. NatWest rappresenta un esempio avanzato di tale percorso, ma anche un'evidenza concreta delle difficoltà che il mercato deve affrontare

per trasformare la rendicontazione da descrizione dell'utilizzo del capitale a misurazione effettiva del cambiamento sociale.

Conclusione

Il presente lavoro ha analizzato i social bond come strumenti attraverso i quali il mercato obbligazionario può contribuire al finanziamento di attività rivolte a bisogni sociali definiti, esaminandone il funzionamento, l'evoluzione, la performance finanziaria e la capacità di rendicontare i risultati prodotti. L'obiettivo principale della ricerca è stato comprendere in quale misura i framework, i sistemi di allocazione dei proventi e l'impact reporting consentano di ricostruire in modo trasparente e verificabile il percorso che collega l'emissione del titolo alle attività finanziate e, successivamente, ai benefici sociali dichiarati.

L'analisi svolta mostra che i social bond rappresentano uno strumento ormai consolidato all'interno della finanza sostenibile, ma che la loro qualificazione come "sociali" non può essere ricondotta alla sola denominazione attribuita all'emissione. La credibilità dello strumento dipende dalla coerenza di un insieme articolato di elementi: la definizione degli obiettivi sociali, l'individuazione delle popolazioni target, la selezione delle attività ammissibili, la gestione e la tracciabilità dei proventi, la qualità degli indicatori utilizzati, la continuità della rendicontazione e il perimetro delle verifiche indipendenti. Il valore del social bond risiede, pertanto, soprattutto nella qualità del processo che accompagna l'emissione e non nella semplice presenza di un vincolo formale di destinazione delle risorse.

Un primo risultato centrale del lavoro riguarda la diversa capacità degli strumenti di governance e rendicontazione di documentare l'allocazione finanziaria e i risultati sociali effettivamente prodotti. I framework, i processi di gestione dei proventi e l'allocation reporting consentono di ricostruire con un grado relativamente elevato di trasparenza il collegamento tra emissione, risorse raccolte e attività finanziate. La natura volontaria dei Social Bond Principles permette l'applicazione a emittenti e contesti differenti, ma determina al tempo stesso una significativa eterogeneità nei criteri di eleggibilità, nella definizione delle popolazioni target, nelle metriche utilizzate e nel livello di controllo esterno. Il semplice richiamo ai principi di mercato non garantisce pertanto una qualità uniforme delle emissioni: assume maggiore rilevanza il modo in cui tali principi vengono concretamente tradotti in procedure, controlli e informazioni verificabili.

Più complessa risulta la valutazione dei risultati sociali. L'impact reporting dovrebbe rappresentare gli effetti associati alle attività finanziate, ma la disponibilità di indicatori non equivale automaticamente alla dimostrazione di un impatto sociale netto. Anche le verifiche indipendenti devono essere interpretate in funzione del loro effettivo perimetro: una Second Party Opinion può valutare la coerenza del framework rispetto ai principi di mercato, mentre una forma di assurance successiva può verificare l'allocazione o specifiche metriche rendicontate. Tali controlli rafforzano l'affidabilità delle informazioni comprese nel loro perimetro, ma non dimostrano necessariamente che i progetti finanziati abbiano prodotto un cambiamento sociale netto e attribuibile.

La distinzione tra output, outcome e impatto rappresenta, in questa prospettiva, uno dei principali risultati interpretativi della ricerca. Indicatori quali il numero di prestiti concessi, di abitazioni finanziate o di beneficiari raggiunti forniscono informazioni rilevanti sull'ampiezza delle attività sostenute, ma non dimostrano, da soli, l'esistenza di un miglioramento sociale addizionale. La valutazione dell'impatto richiede infatti di osservare i cambiamenti sperimentati dai beneficiari e, in una prospettiva più rigorosa, di considerare anche ciò che si sarebbe verificato in assenza dell'intervento, il contributo di altri soggetti e la persistenza dei risultati nel tempo. Ne deriva che conformità procedurale, correttezza dell'allocazione e produzione di impatto costituiscono livelli analiticamente distinti.

Un secondo risultato riguarda la performance finanziaria. Le evidenze empiriche considerate non consentono di individuare un social premium stabile e generalizzabile. Torricelli e Pellati, nel periodo ottobre 2020-ottobre 2021, rilevano un differenziale medio del rendimento a scadenza lievemente positivo, pari a circa 1,242 punti base; Intonti, De Leonardis e Bussoli, considerando il periodo giugno 2022-febbraio 2025, individuano invece un asset swap spread mediamente inferiore di 2,32 punti base rispetto alle obbligazioni convenzionali abbinate. La divergenza dei risultati evidenzia il ruolo del periodo osservato, del campione, della metodologia e dell'indicatore utilizzato e non consente di concludere che i social bond offrano sistematicamente rendimenti superiori o inferiori. Performance finanziaria e performance sociale devono pertanto restare analiticamente distinte: un eventuale differenziale di rendimento non rappresenta, di per sé, una misura dell'impatto sociale.

Il caso NatWest consente di verificare concretamente questi risultati. Al 31 dicembre 2025, le quattro obbligazioni sociali attive presentavano un valore nominale complessivo di 3.219 milioni di sterline, a fronte di pool associati pari a 3.711 milioni, con una copertura aggregata del 115,3% e un buffer di circa 492 milioni. La componente affordable housing rappresentava l'86,7% del pool sociale; le housing association finanziate erano 64 soggetti unici e, per le emissioni considerate, NatWest stimava un contributo allo sviluppo o all'acquisizione di 791 nuove unità. Il portafoglio dedicato alle imprese guidate da donne ammontava invece a 494 milioni di sterline e comprendeva 13.156 prestiti.

La lettura congiunta di tali indicatori evidenzia una buona capacità di monitorare l'allocazione finanziaria, ma impone cautela nella loro interpretazione sociale. Il buffer rispetto al nozionale documenta la disponibilità di attività eleggibili sufficienti a coprire le emissioni, ma non rappresenta una misura dell'efficacia sociale. Analogamente, il numero di unità abitative e di prestiti costituisce prevalentemente un indicatore di output. Nel portafoglio dedicato alle imprese guidate da donne, inoltre, il 67% dei prestiti risultava riconducibile al programma Bounce Back Loans: la presenza significativa di attività già esistenti o rifinanziate rende quindi più complessa la valutazione dell'addizionalità e del collegamento tra emissione e nuova capacità di finanziamento sociale.

Parallelamente, il caso presenta diversi presidi di credibilità: la coerenza tra le attività finanziate e la strategia del Gruppo, la disponibilità di dati per singola emissione, una governance interfunzionale, procedure di selezione e rimozione degli asset e il ricorso a verifiche esterne con funzioni distinte. La Second Party Opinion valuta l'allineamento del framework ai principi di mercato, mentre la limited assurance copre alcune grandezze riportate successivamente all'emissione. Tali verifiche aumentano l'affidabilità delle informazioni comprese nel loro perimetro, ma non costituiscono una certificazione dell'impatto sociale prodotto.

Nel complesso, i presidi di governance, disclosure e verifica osservati contribuiscono a mitigare il rischio di social washing, grazie alla presenza di criteri di selezione degli asset, procedure interne di controllo e verifiche esterne sul framework e su alcune delle informazioni rendicontate. Tali elementi rafforzano la trasparenza e la credibilità del programma, ma non consentono di escludere il rischio in termini assoluti né di dimostrare causalmente l'effettivo impatto sociale delle emissioni. Permangono infatti alcuni limiti, legati soprattutto alla prevalenza di indicatori di output, alla presenza di attività rifinanziate e alla difficoltà di misurare l'addizionalità e i cambiamenti effettivamente prodotti sui beneficiari.

Alla luce delle evidenze raccolte, la domanda centrale della ricerca può ricevere una risposta articolata. I framework, i sistemi di allocazione e l'impact reporting consentono di rendere verificabile, sul piano finanziario e procedurale, il collegamento tra emissione, proventi e attività finanziate, soprattutto quando sono disponibili dati disaggregati, criteri precisi, controlli interni e verifiche indipendenti. Consentono inoltre di rappresentare l'ampiezza delle attività attraverso indicatori di output. Non permettono invece, nelle configurazioni attualmente prevalenti, di dimostrare integralmente il percorso che conduce dall'attività finanziata a un cambiamento sociale netto e attribuibile.

La parte più solida del modello riguarda dunque la tracciabilità finanziaria e procedurale; la parte ancora meno sviluppata riguarda gli outcome, l'addizionalità e l'attribuzione causale. Questa conclusione non riduce l'utilità dei social bond. Al contrario, consente di definirne con maggiore precisione il contributo: essi possono orientare risorse verso attività socialmente rilevanti, rendere visibili portafogli che altrimenti rimarrebbero indistinti, introdurre procedure di selezione e monitoraggio e aumentare la responsabilità informativa degli emittenti. Non possono tuttavia sostituire politiche sociali, valutazioni d'impatto o analisi causali specifiche.

Il lavoro presenta alcuni limiti. L'analisi si fonda prevalentemente sulla documentazione pubblicamente disponibile, su verifiche esterne circoscritte e su dati aggregati; non è stato quindi possibile osservare direttamente le condizioni dei beneficiari, ricostruire integralmente la destinazione economica dei singoli finanziamenti o costruire scenari controfattuali. Il caso NatWest non può inoltre essere generalizzato all'intero mercato dei social bond, mentre

l’analisi della performance finanziaria risente del numero ancora limitato di studi specifici e dell’eterogeneità di campioni, periodi e metodologie. I risultati devono pertanto essere interpretati come evidenze riferite ai contesti analizzati e non come dimostrazione di un impatto causale o di un vantaggio finanziario strutturale dei social bond.

Le prospettive di sviluppo riguardano soprattutto il rafforzamento della qualità, della granularità e della continuità dei dati. Per avvicinare la rendicontazione alla misurazione degli outcome sarebbe utile integrare maggiormente le informazioni sui beneficiari, distinguere con maggiore chiarezza nuovi finanziamenti e rifinanziamenti, rendere comparabili le serie storiche anche in presenza di modifiche metodologiche e ampliare progressivamente il perimetro dell’assurance. Ulteriori ricerche potrebbero inoltre approfondire il rapporto tra qualità del reporting sociale e performance finanziaria, verificando se framework, metriche e sistemi di controllo più robusti siano associati a differenti condizioni di raccolta sul mercato.

Nel complesso, i social bond rappresentano un’innovazione rilevante, ma ancora in evoluzione. Il loro principale contributo non consiste nell’offrire una prova automatica dell’impatto sociale, bensì nell’introdurre all’interno della finanza obbligazionaria una struttura attraverso cui gli emittenti devono dichiarare finalità, selezionare attività, monitorare portafogli e rendicontare risultati. Quanto più tale struttura è precisa, verificabile e continuativa, tanto maggiore è la capacità dello strumento di orientare il capitale e rafforzare la responsabilità degli operatori.

La sfida futura non consiste quindi soltanto nell’aumentare il volume delle emissioni, ma nel migliorare la qualità del collegamento tra capitale e cambiamento sociale. La crescita quantitativa del mercato sarà realmente significativa solo se accompagnata da una maggiore chiarezza sull’addizionalità, da indicatori più vicini agli outcome, da verifiche proporzionate e da una comunicazione rigorosa dei limiti. In questa prospettiva, il social bond può diventare non soltanto un mezzo di raccolta associato a finalità sociali, ma anche uno strumento di disciplina organizzativa, trasparenza e controllo attraverso il quale la finanza può contribuire, in modo più trasparente e verificabile, alla costruzione di un modello di sviluppo più inclusivo.

Bibliografia

Climate Bonds Initiative. (2026, 17 marzo). *Sustainable Debt Global State of the Market 2025*.

DNV Business Assurance Services UK Limited. (2026, 5 maggio). *Second Party Opinion: NatWest Group Sustainable and Transition Financing Framework.*

Ernst & Young LLP. (2026). *Independent Limited Assurance Report to NatWest Group plc. In NatWest Group plc, 2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report* (pp. 26–28).

European Banking Authority. (2021, 23 giugno). *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms (EBA/REP/2021/18).*

European Commission. (2018a). *Action Plan: Financing Sustainable Growth* (COM(2018) 97 final).

European Commission. (2018b). *Financing a Sustainable European Economy: Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance*.

European Commission. (2020). *EU SURE Social Bond Framework*.

European Commission. (2021a). *Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253*.

European Commission. (2021b). *Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1257*.

European Investment Bank. (2023). *Sustainability Awareness Bonds Framework*.

European Parliament & Council of the European Union. (2014). *Directive 2014/95/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information*.

European Parliament & Council of the European Union. (2020). *Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*.

European Securities and Markets Authority. (2022, 10 febbraio). *Sustainable Finance Roadmap 2022–2024* (ESMA30-379-1051).

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment, 5*(4), 210-233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917

Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management, 45*(5), 69-83. https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069

Global Impact Investing Network. (2025). *IRIS+ System* (versione 5.3c, dicembre 2025).

Global Reporting Initiative. (2021a). *GRI 1: Principi di rendicontazione 2021. Global Reporting Initiative.*

Global Reporting Initiative. (2021b). *GRI 3: Temi materiali 2021. Global Reporting Initiative.*

International Capital Market Association. (2021, giugno). *Sustainability Bond Guidelines.*

International Capital Market Association. (2024, giugno). *Sustainability-Linked Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Sustainability-Linked Bonds.*

International Capital Market Association. (2025a, giugno). *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds.*

International Capital Market Association. (2025b, giugno). *Handbook – Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds.*

International Capital Market Association. (2025c, giugno). *Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds.*

International Capital Market Association. (2025d, giugno). *Guidance Handbook.*

International Capital Market Association. (2026, giugno). *Handbook – Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds.*

IFRS Foundation. (2021). *Integrated Reporting Framework.*

Intonti, M., De Leonardis, M., & Bussoli, C. (2025). What drives the social bond premium? Evidence from certification and use of proceeds analysis. *Research in International Business and Finance, 77*(Part B), 102955. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102955

NatWest Group plc. (2026a, 5 maggio). *2025 Green, Social and Sustainability Bonds Allocation and Impact Report.*

NatWest Group plc. (2026b, 5 maggio). *Sustainable and Transition Financing Framework.*

Nicholls, J., Lawlor, E., Neitzert, E., Goodspeed, T., & Cupitt, S. (2012). *A Guide to Social Return on Investment*. The SROI Network - Accounting for Value.

Noonan, J. T. (1957). *The Scholastic Analysis of Usury*. Harvard University Press.

OECD. (2017). *Responsible Business Conduct for Institutional Investors: Key Considerations for Due Diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. OECD Publishing.

OECD. (2020). *Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies*. Green Finance and Investment. OECD Publishing.

RepRisk. (2023, ottobre). *On the Rise: Navigating the Wave of Greenwashing and Social Washing [Special report]*.

Social Accountability International. (2026). *SA8000:2026 Standard for Decent Work*.

Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. John Wiley & Sons.

Torricelli, C., & Pellati, E. (2023). Social bonds and the 'social premium'. *Journal of Economics and Finance, 47*(3), 600-619. https://doi.org/10.1007/s12197-023-09620-3

United Nations. (2006). *Principles for Responsible Investment*.

United Nations. (2015). *Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*.

United Nations Framework Convention on Climate Change. (1997). *Kyoto Protocol to the United Nations Framework Convention on Climate Change*.

United Nations Framework Convention on Climate Change. (2015). *Paris Agreement*.

United Nations Global Compact. (2000). *The Ten Principles of the UN Global Compact*.

U.S. Securities and Exchange Commission. (2012). *Conflict Minerals: Final Rule*.

World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future*. Oxford University Press.

Sitografia

Borsa Italiana. *Social Bond - Glossario finanziario*. https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/social-bond.html [data di ultima consultazione: 27/07/2026].

European Commission. *SURE - The European instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*. https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/sure_en [data di ultima consultazione: 06/09/2026].

European Investment Bank. *EIB issues first Sustainability Awareness Bond*. https://www.eib.org/en/press/all/2018-223-eib-issues-first-sustainability-awareness-bond [data di ultima consultazione: 06/09/2026].

Global Thinking Foundation. *L'Evoluzione nel tempo degli Investimenti Responsabili, contributo di Laura Nateri*. https://www.gltfoundation.com/newsletter-glt/evoluzione-nel-tempo-degli-investimenti-responsabili/ [data di ultima consultazione: 06/09/2026].

International Finance Corporation. *Social Bonds - IFC Social Bond Program*. https://www.ifc.org/en/about/funding-and-investor-relations/social-bonds [data di ultima consultazione: 02/08/2026].

Investi Responsabilmente. *Social Impact Bond - Pay by Results*. https://investiresponsabilmente.it/glossario/social-impact-bond-pay-by-results/ [data di ultima consultazione: 27/07/2026].

United Nations. *The Global Goals for Sustainable Development*. https://www.un.org/en/academic-impact/global-goals-sustainable-development [data di ultima consultazione: 06/09/2026].