



Rassegna Stampa

Mint Solutions	Data: 5 novembre 2025
Testata: BeBeez	Link



ESG nei contratti di investimento: da promessa a covenant. Il trend c'è, ma lascia fuori le pmi

Molte piccole e medie imprese hanno già comportamenti sostenibili nei fatti, ma non dispongono della capacità di tradurli in dati strutturati, auditabili e comparabili. Per questo restano fuori dai radar dei fondi Art. 8 e 9. L'analisi di Luminita Naca, founding partner di Mint Solutions



Luminita Naca

di **Luminita Naca**,
founding partner di **Mint Solutions**

Nel private capital europeo qualcosa sta cambiando. L'**ESG** non è più solo un paragrafo nel memorandum o un allegato al policy statement, ma inizia a entrare nei contratti, trasformandosi in **covenant**: clausole che condizionano il rendimento economico al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità, **collegando l'etica alla performance**. Un passaggio inevitabile ma non privo di attriti. Gli operatori più strutturati stanno sperimentando forme di "contrattualizzazione" dell'ESG, mentre il resto del mercato osserva con cautela, frenato da incertezze giuridiche, carenze di dati e costi di implementazione.

Un quadro normativo che spinge, ma non impone

L'architettura regolamentare europea ha creato le premesse per un cambio di passo, pur senza introdurre un obbligo diretto. Il **Regolamento (UE) 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)** impone agli operatori finanziari requisiti di trasparenza sulle modalità con cui integrano i rischi e gli impatti ESG a livello di entità e di prodotto.

Gli **standard tecnici di attuazione (RTS)** precisano contenuti e modalità di disclosure, e la

Commissione Europea ha recepito la [Direttiva \(UE\) 2024/825](#), che modifica le direttive esistenti, al fine di rafforzare la tutela dei consumatori contro le pratiche di greenwashing, migliorando la trasparenza e la responsabilità nelle dichiarazioni ambientali delle imprese.

Accanto al SFDR, la [EU Taxonomy Regulation](#) fornisce criteri tecnici per individuare le [attività economicamente sostenibili](#), ponendo le basi per la classificazione dei fondi "Article 8" e "Article 9". Questi strumenti, uniti alla [CSRD \(Corporate Sustainability Reporting Directive\)](#) e alle [linee guida ESMA sull'utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance](#) o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi, hanno reso la disclosure ESG un requisito strutturale. Tuttavia, **nessuna norma impone oggi la presenza di covenant ESG vincolanti: la spinta è di mercato, non di legge.**

Nel contesto dell'integrazione ESG nel private equity, [la guida pubblicata da PRI in collaborazione con AVCA \(The African Private Capital Association\)](#) sottolinea l'importanza di un approccio strutturato che coinvolga l'intera organizzazione del General Partner. Essa raccomanda un **impegno formale da parte del management**, la **definizione di obiettivi chiari di sostenibilità**, e la **collaborazione con le società in portafoglio** per integrare le tematiche ESG nei processi di investimento e nella gestione post-acquisizione, evidenziando come questo possa contribuire a creare valore e mitigare i rischi legati a fattori ambientali, sociali e di governance.

Anche **in Italia l'approccio rimane di tipo volontario, ma sempre più diffuso**. Le sgr iscritte ad AIFI e i fondi "Article 8" e "Article 9" si stanno infatti dotando di **ESG policy interne**, spesso allineate ai [Principles for Responsible Investment \(PRI\)](#) o alle raccomandazioni [dell'International Corporate Governance Network \(ICGN\)](#).

Il messaggio è chiaro: **l'ESG non è più solamente un tema reputazionale, ma evolve in elemento di gestione del rischio.**

Covenant ESG: dalla retorica alla sostanza contrattuale

Nel linguaggio del private capital, "covenant ESG" indica clausole che ancorano parte della struttura economica o operativa del deal al raggiungimento di determinati obiettivi ambientali, sociali o di governance. Si tratta perciò di condizioni contrattuali con effetti economici, non più di policy statements o di dichiarazioni d'intenti

La forma varia a seconda della strategia d'investimento: nei deal di private debt possono assumere la logica dei **sustainability-linked loans**, con uno spread che si riduce o aumenta in base al raggiungimento di KPI ESG; nei contratti di private equity, i covenant vengono spesso incorporati nello **shareholders' agreement o nei piani di incentivazione del management**, condizionando earn-out e bonus a risultati misurabili.

In Europa, diversi **fondi "Article 9"** hanno iniziato a strutturare **tranche variabili legate alla riduzione delle emissioni o al miglioramento di rating ESG** indipendenti (si veda [questo articolo sul blog PRI](#)). Negli Stati Uniti, si osservano **covenant che penalizzano il costo del capitale in caso di violazioni delle normative** ambientali o di sicurezza sul lavoro (si veda [questo articolo sul sito della American Bar Association](#)). Alcune operazioni europee hanno previsto **earn-out condizionati a metriche di sostenibilità tangibili**, come la riduzione dei consumi energetici certificata da soggetti terzi; un meccanismo che introduce l'idea di accountability misurabile (si veda [questo approfondimento dello studio legale Cleary Gottlieb](#) e [qui questo approfondimento dello studio Osborne Clarke](#)).

Il passaggio cruciale è proprio questo: la traduzione della sostenibilità in obbligo contrattuale. **Finché l'ESG resta confinato nel dominio delle policy è narrativa, quando diventa covenant è governance.**

I nodi ancora aperti

Dietro la spinta innovativa si nasconde un problema di infrastruttura. **L'assenza di standard uniformi per la misurazione dei KPI ESG rende complesso ancorare obiettivi a metriche condivise.**

Emissioni Scope 1, 2 e 3, consumo idrico, parità di genere o infortuni sul lavoro: ognuno segue metodologie e baseline diverse.

Inoltre, l'aspetto operativo. **Il reporting ESG comporta costi, risorse e tempi di raccolta dati non trascurabili**, che per le medie imprese possono incidere in modo rilevante sulla gestione ordinaria.

In più di un'operazione europea mid-cap, la due diligence ESG si è rivelata un punto critico: la mancanza di dati ESG coerenti in fase di closing ha indotto le controparti a convertire covenant originari vincolanti in obblighi progressivi o in impegni soggetti ad audit post-closing.

Infine, **la verifica indipendente è un altro tallone d'Achille: molte clausole si basano su dati auto-dichiarati dalle società target**, privi di audit esterno (si veda [questo articolo sul bog di Kluwer Arbitration](#)). In queste condizioni, un covenant ESG rischia di essere giuridicamente fragile, e alcuni giudici, in assenza di indicatori oggettivi o verifiche terze, potrebbero interpretarlo come clausola di comportamento priva di effetti economici vincolanti

Un covenant ESG funziona infatti solo se è misurabile, proporzionato e sottoposto a verifica indipendente. In alcune operazioni europee mid-market, soprattutto nei settori energy e manufacturing, la chiave del successo è stata l'impostazione graduale dei covenant ESG: KPI quantitativi con verifica terza e incentivi legati al miglioramento progressivo, piuttosto che a target statici di riduzione delle emissioni o di composizione del board. Casi concreti di integrazione dell'ESG nel private equity sono descritti in dettaglio nell'articolo di [Cleary Gottlieb "Incorporating ESG Considerations into Private Equity"](#) e nel [report dell'American Bar Association "The Private Equity ESG Advantage"](#).

Quando il management partecipa alla definizione dei target e ne condivide la logica economica, l'ESG smette di essere un obbligo imposto e diventa parte del valore dell'azienda.

In prospettiva, l'evoluzione naturale sarà verso **clausole più integrate, che colleghino KPI ESG al carried interest e ai piani di incentivazione**; è lì che la sostenibilità diventa cultura d'impresa oltre che compliance.

Verso un diritto dei contratti ESG

La prossima frontiera sarà giurisprudenziale. **Sul piano giuridico, il dibattito si sta spostando verso la definizione di veri e propri principi contrattuali ESG.** Alcuni articoli legali specializzati, in particolare nell'ambito dei contratti commerciali e delle operazioni di M&A, evidenziano come la redazione di covenant e garanzie ESG, dalle warranty clauses alle clausole di due diligence obbligatoria, stia diventando più articolata e in alcuni casi già oggetto di dispute contrattuali, specie nei contesti cross-border.

L'attenzione dei regolatori e delle associazioni di categoria lascia intendere che nei prossimi anni l'ESG potrebbe evolvere in una nuova categoria di obbligazioni contrattuali, con implicazioni su

enforcement e responsabilità delle parti.

Parallelamente, i regolatori stanno spingendo per una **standardizzazione minima dei KPI e dei sistemi di verifica**, anche attraverso il **progetto di revisione del SFDR**. Se queste iniziative andranno in porto, l'ESG entrerà a pieno titolo nella categoria dei material terms contrattuali, con conseguenze concrete su remunerazione, governance e allocazione del rischio.

PMI e covenant ESG: il rischio di un ESG per pochi

C'è però un grande assente in questo dibattito: il tessuto imprenditoriale europeo, e in particolare italiano, composto da pmi. È qui che il meccanismo si inceppa.

Molte piccole e medie imprese hanno già comportamenti sostenibili nei fatti, ma non dispongono della **capacità di tradurli in dati strutturati, auditabili e comparabili**. Non è mancanza di volontà: è mancanza di risorse e di cultura del reporting.

Il risultato è paradossale: **imprese sostenibili nella sostanza restano invisibili nei numeri, e quindi escluse dai radar dei fondi Article 8 e 9**. Per gli investitori istituzionali si traduce in occasioni mancate, con una quota crescente di economia reale fuori dall'universo eleggibile solo per deficit informativo.

Questo scollamento sta creando **un mercato a due velocità**: grandi gruppi in grado di permettersi governance e metriche impeccabili, e pmi escluse dai circuiti di finanza sostenibile.

Finché l'ESG rimarrà una questione di reporting più che di sostanza, il suo impatto resterà asimmetrico. Forse il vero covenant del futuro sarà proprio questo: **imparare a costruire strumenti di misurazione proporzionati, accessibili e scalabili**, capaci di riflettere la realtà delle imprese, non solo la loro capacità di produrre documenti.