

# eco

# 12

Il mensile di economia diretto da Tito Boeri  
dicembre 2025  
8 euro



## IL CAPITALISMO IRRESPONSABILE



Cosa c'è dietro la retromarcia delle imprese su ambiente e inclusione  
e cosa fare per rilanciarne l'impegno

# ESG COME ERRORI E SCETTICISMO GENERALIZZATO

Sono bastati quattro anni per far passare di moda l'Esg, ovvero il tentativo di dare un volto nuovo al capitalismo spingendo le imprese a farsi carico di interessi più generali di quelli dei propri azionisti e in grado di conciliare moralità, sostenibilità ambientale e sociale e profitti. Molti gli errori che hanno facilitato l'offensiva contro l'Esg scatenata dalla nuova amministrazione statunitense. Eppure i motivi alla base degli impegni Esg sono ancora tutti lì, dal riscaldamento globale all'assenza di etica nel comportamento di molte imprese. In questo numero offriamo vari suggerimenti per riproporre l'impegno ambientale e sociale delle aziende su basi più solide.

## Tito Boeri

Negli ultimi quattro anni gli investimenti nelle imprese che rispettano criteri ambientali, sociali e di buona governance – riassunti dall'acronimo Esg (*Environmental, Social, Governance*) – sono passati di moda. Nel 2019 la *Business Roundtable* (associazione che raccoglie gli amministratori delegati delle più grandi imprese statunitensi) pubblicava una "Dichiarazione sullo Scopo di una Società per Azioni", sottoscritta da più di duecento Ceo, in cui si ridefiniva l'obiettivo delle aziende per includere la «creazione di valore a lungo termine per tutti gli stakeholder», sottolineando l'importanza di «servire clienti, dipendenti, fornitori, comunità» anziché limitarsi a creare valore per gli azionisti. L'impegno Esg sembrava destinato a rivoluzionare le strategie delle imprese, sospinte soprattutto dall'emergenza dei problemi ambientali a farsi carico di interessi più generali di quelli dei propri azionisti e in grado di conciliare moralità, impegno sociale e profitti. Questi impegni apparivano in grado di cambiare il volto del capitalismo, responsabilizzando le imprese di fronte ai cittadini rispetto alla liceità dei

loro comportamenti, alla loro capacità di dare opportunità a categorie vulnerabili o sottorappresentate.

### **Dal capitalismo responsabile a quello irresponsabile**

L'entusiasmo iniziale per l'Esg si è in gran parte dissolto. Si è passati dall'esaltazione della responsabilità sociale delle imprese alla negazione dei problemi di cui avrebbero dovuto farsi carico, offrendo un lasciapassare a quelle ambientalmente e socialmente irresponsabili. Oggi dietro all'acronimo Esg si cela la percezione di innumerevoli Errori e di uno Scetticismo Generalizzato da parte non solo della politica, ma anche dei mercati e dell'opinione pubblica.

In questo numero di eco cerchiamo di capire il perché della brusca inversione di rotta, convinti che le lezioni che da questa vicenda si possono trarre possano servire a porre su basi più solide ogni futuro tentativo di spingere le imprese a dare conto dei contenuti morali, sociali e ambientali del loro operato di fronte ai consumatori e all'opinione pubblica in generale. Ma cominciamo dal vedere cosa è successo negli ultimi quattro anni perché a molti potrebbe essere sfuggito.

### **Un arretramento diffuso**

I numeri parlano chiaro. I flussi netti di capitale a livello globale verso i fondi Esg – fondi di investimento che scelgono aziende e altri titoli basandosi anche su criteri di sostenibilità ambientale e sociale – sono cresciuti fortemente fino al 2021, superando i 600 miliardi di dollari, ma hanno iniziato a ridursi rapidamente nel 2022 e nel 2023, scendendo a soli 32 miliardi nel 2024. Nel 2025, per la prima volta dal 2018, i fondi Esg registrano un disinvestimento netto: -57,5 miliardi di dollari (si veda anche il grafico del mese). È un'inversione di tendenza storica, dovuta a una combinazione di fattori: la guerra in Ucraina, che ha riportato al centro dell'attenzione il nodo della sicurezza energetica quale ne fosse la fonte, la crescente politicizzazione delle politiche climatiche e l'ondata di "ordini esecutivi" della nuova amministrazione statunitense che negli ultimi mesi hanno ridimensionato mandati e requisiti legati a Esg e a politiche Dei (*Diversity, Equity and Inclusion*), volte a favorire l'inclusione di categorie sottorappresentate. Tutto questo ha aumentato l'incertezza contrattuale e le spese necessarie a far sì che un'impresa rispettasse le norme Esg, rendendo meno credibile l'impegno verso obiettivi sociali e ambientali a lungo termine.

Anche le deliberazioni delle grandi corporation hanno seguito la stessa traiettoria. Nel 2022 erano state approvate più di 60 risoluzioni ambientali e sociali con il voto maggioritario degli azionisti. Nel 2025, quel numero è sceso a cinque. Un calo drastico, che riflette stanchezza, diffidenza e un crescente interrogativo: l'Esg porta davvero valore alle imprese?

Sul fronte dell'opinione pubblica, i sondaggi mostrano un cambiamento profondo. Negli Stati Uniti, la quota di cittadini

convinta che il governo “stia facendo troppo” per l’ambiente è quasi triplicata rispetto agli anni Novanta, mentre quelli che ritengono si faccia “troppo poco” sono scesi ai minimi da dieci anni. La sostenibilità, insomma, non è più un tema bipartisan e gli obiettivi Esg hanno perso appeal su tutti i fronti: politico, nella governance delle imprese e a livello di opinione pubblica.

## **Il ritorno del negazionismo ambientale**

L’arretramento è alimentato da ciò che potremmo chiamare la “Grande Negazione Verde”. Si è aperta una fase post-verità del dibattito climatico, in cui i fatti scientifici non contano. Articoli d’opinione pubblicati anche su quotidiani come il *Wall Street Journal*, che insinuano che la scienza del cambiamento climatico sia una non-scienza, tweet di Donald Trump che celebrano presunte vittorie contro le “bufale del cambiamento climatico”, articoli che negano che le emissioni di CO2 abbiano effetti sul riscaldamento globale.

Tutto questo mentre l’emergenza climatica è sempre più evidente. Il 2024 è stato l’anno più caldo mai registrato, con temperature globali oltre 1,5°C in più rispetto all’epoca pre-industriale. Il livello dei mari cresce al doppio della velocità di trent’anni fa. In Europa si stimano oltre 60mila decessi legati alle ondate di calore nell’ultima estate e, nel mondo, le perdite economiche dovute ai disastri naturali superano i 300 miliardi di dollari l’anno. I dati scientifici sono inequivocabili. Le stime dei costi dell’inazione convergono nel dirci che ritardare l’adozione di comportamenti sostenibili significa solo pagare un prezzo più alto. Come un ciclista che perde la ruota del compagno, più tardi si prova a colmare il divario, più fatica sarà necessaria.

Il negazionismo contribuisce a creare un terreno fertile per l’inazione e quando la verità diventa negoziabile, anche i mercati perdono la bussola.

## **Perché l’Esg ha perso credibilità**

Cosa spiega l’arretramento dell’Esg? Ci diamo cinque principali ragioni del passaggio di questi principi dalle stelle alle stalle.

### **1. Conflitti tra investitori**

L’impegno Esg ha rappresentato soprattutto un investimento in immagine per le imprese, ma, come documentiamo, i benefici reputazionali di un approccio sostenibile non sono distribuiti equamente tra tutti gli azionisti, mentre i costi, in termini di rinuncia a profitti, spesso lo sono.

### **2. Confusione concettuale**

Sotto la sigla Esg convivono obiettivi diversi – rendimento finanziario, valori etici, resilienza di lungo termine, ambiente, inclusione sociale – che non sempre si allineano perfettamente. Trattarli come un tutt’uno è stato un errore.

### 3. Incoerenza nelle valutazioni

Le agenzie di rating Esg spesso non concordano neppure sul profilo di sostenibilità della stessa azienda. Esistono casi in cui un'impresa è considerata "d'avanguardia" da un valutatore e "inadempiente" da un altro. Le valutazioni offerte dalle tre principali agenzie di rating Esg (Asset4, Sustainalytics e MSCI) sono tra di loro incoerenti, con correlazioni (misure della loro coerenza) vicine allo zero. Per gli investitori, più che un sistema di riferimento, questi rating offrono un labirinto in cui è difficile districarsi.

### 4. Il tabù dei trade-off

Per anni si è raccontato che "fare bene significa fare del bene", vale a dire che non ci fosse alcuna contrapposizione fra il cercare di massimizzare i profitti e il perseguimento di finalità sociali e ambientali. In realtà spesso non è così. Ci sono dei costi nell'essere responsabili. Negare che adottare comportamenti responsabili e ispirati da principi morali possa ridurre i profitti delle aziende ha ridotto la credibilità dello strumento, facendo apparire l'Esg come un esercizio di marketing più che una scelta basata su analisi rigorose di rischi e impatti. Paradossalmente si è così svilito l'impegno sociale rendendolo strumento per conseguire profitti più alti. Molti azionisti sarebbero stati disposti a fare sacrifici in nome di principi morali, ma non in nome di un presunto vantaggio economico per l'impresa.

### 5. Il rischio di comportamenti anticompetitivi

Molti fondi Esg sono gestiti da grandi asset manager (BlackRock, Vanguard) con partecipazioni incrociate. Questo solleva questioni di (potenziale, almeno) coordinamento implicito e possibili effetti anticompetitivi mascherati da obiettivi Esg.

## **Come ricostruire l'Esg su basi solide**

L'Esg ha cercato di riempire il vuoto della politica, con governi che non riescono a coordinarsi nel gestire risorse globali, come l'ambiente, o che fanno troppo poco per dare voce a gruppi sottorappresentati. Le imprese, soprattutto quelle più grandi, hanno poteri spesso superiori a quelli dei governi e possono fare molto nell'affrontare i problemi dell'ambiente e nel promuovere l'uguaglianza delle opportunità. È anche importante che il management delle imprese renda conto di fronte agli azionisti non solo dei profitti che si conseguono, ma anche di come li si conseguono. Come salvare, allora, ciò che di buono c'è nell'Esg e tornare a responsabilizzare le imprese? Molti i suggerimenti che forniamo in questo numero di *eco*. Vediamo i principali.

È opportuno separare E, S e G. Sono ambiti distinti, con obiettivi diversi raggiungibili con strumenti diversi. Trattarli come un unico obiettivo basato su un unico indicatore genera confusione.

Bisogna standardizzare la misurazione dell'impegno sociale e ambientale. I nuovi standard dell'*International Sustainability Standards Board* (Issb) rappresentano un passo importante verso l'adozione di criteri di misurazione comune dell'impegno ambientale e sociale delle imprese, ma serve uno sforzo coordinato per un'adozione ampia e coerente.

Occorre dire la verità sui trade-off. Non sempre la sostenibilità massimizza i rendimenti. L'Esg risponde a principi di moralità, che possono essere apprezzati dagli azionisti anche quando comportano minori profitti. Può essere uno strumento per correggere fallimenti di mercato e politiche pubbliche, non solo una leva competitiva.

È opportuno rafforzare il ruolo di associazioni che coordinano i piccoli azionisti. Gruppi come "Follow This" (associazione che organizza i piccoli azionisti nel portare risoluzioni sull'ambiente alle assemblee societarie) hanno dimostrato che azionisti coordinati – anche se hanno in mano poche azioni – possono influenzare i colossi energetici.

Bene anche non affidarsi solo a investitori istituzionali, come i fondi pensione, che talvolta seguono logiche potere piuttosto che di sostenibilità, aumentando la democrazia dei piccoli azionisti. Assemblee di azionisti scelti casualmente, come nella proposta di Oliver Hart e Luigi Zingales (si veda la sua intervista) possono favorire questo processo.

In un momento in cui le imprese faticano sempre più a trovare personale, dato il declino demografico, abituare chi cerca lavoro a chiedere al potenziale datore di lavoro informazioni non solo sulla qualità del lavoro (stili manageriali, rapporto con colleghi, possibilità di lavorare in remoto) ma anche sulla cultura aziendale, sui valori che l'azienda persegue.

Contrastare la disinformazione con trasparenza e dati. La credibilità si ricostruisce solo con evidenze solide e comunicazione chiara. Il mondo si sta scaldando. Le conseguenze sono già davanti ai nostri occhi. Rinunciare a integrare sostenibilità e finanza non è un'opzione.

Ripartire, questa volta con basi più solide e trasparenti, è l'unica strada possibile.

P.S. Il prossimo numero di *eco*, in edicola dal 17 gennaio, sarà sulle tasse.