

X CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 22-23 febbraio 2019

FRANCESCO PACILEO

***Alternative data, corretta gestione imprenditoriale, credit scoring e  
"parametro ESG": appunti giuridici. (\*)***

SOMMARIO: 1. Oggetto. - 2. Gli *alternative data* e l'*alternative data analysis*. - 3. Un primo caso pratico: il "Dieselgate" e i sorprendenti risultati dell'ADA. - 4. Possibili implicazioni in tema di *business judgment rule*. - 4.1. ... e in tema di correttezza gestoria e assetti adeguati. - 5. La protezione giuridica delle decisioni imprenditoriali fondate sugli *alternative data*. - 6. L'omesso impiego degli *alternative data*. Evoluzione del diritto societario e progresso tecnologico. - 6.1. La non censurabilità dell'omissione di valutare *alternative data* ... oggi. - 6.2. La possibile censurabilità dell'omissione di valutare *alternative data* ... domani. - 7. Un secondo caso pratico: il significativo incremento del margine di efficienza del *credit scoring* grazie all'ADA. - 8. L'utilizzo dell'ADA e la «sana e prudente gestione» del rischio di credito da parte delle banche. - 8.1. Opportunità di "aggiornare" in prospettiva la regolamentazione e le autorità di vigilanza sul sistema finanziario. - 9. Gli *alternative data* ed il "parametro ESG". - 10. L'investimento socialmente responsabile (SRI). - 10.1. I *green/social/sustainable bond*. - 10.2. I fondi etici o socialmente responsabili. - 10.2.1. Le linee-guida EUROSIF. - 10.2.2. I fondi EuSEF. - 10.3. La banca "etica" nel Testo Unico Bancario. - 10.4. I PRIIP ad obiettivo ambientale o sociale. - 10.5. I «titoli di solidarietà» nella disciplina del Terzo Settore. - 11. La disciplina delle informazioni a carattere non finanziario. - 12. Il Piano d'Azione 2030. - 13. Necessità di quantificare e verificare la veridicità del parametro ESG. - 13.1. Un possibile rimedio attraverso gli *alternative data*. - 14. I benefici degli *alternative data* nel sistema finanziario. - 15. *Efficienza* quale minimo comune denominatore delle diverse implicazioni giuridiche trattate.

1. *Oggetto*.

Questo scritto intende esaminare alcuni aspetti giuridici connessi agli *alternative data*<sup>1</sup>, tra cui alcuni profili di adattamento dell'ordinamento

---

(\*) Si ringraziano Marco Belmondo e Claudio Zamboni insieme alla società Datrix s.r.l., per la cortese disponibilità e per le spiegazioni tecniche. Il riferimento ai DPV nonché i casi pratici che verranno esaminati sono tratti dall'esperienza operativa di Datrix s.r.l. Nondimeno, l'Autore del *paper* è e

giuridico, segnatamente del diritto commerciale e del diritto dell'economia, all'evoluzione tecnologica.

Il lavoro si sofferma, in primo luogo, sull'impiego degli *alternative data* per l'assunzione di "scelte d'impresa" critiche, se non decisive, per le sorti aziendali da parte degli amministratori di una s.p.a. di diritto comune di medio-grandi dimensioni. Al riguardo evidenze empiriche dimostrano che gli *alternative data* possono offrire un prezioso ausilio per prevedere tempestivamente il superamento o il sorgere di una crisi. Ciò lascia intravedere implicazioni giuridiche in tema di adeguatezza degli assetti societari e di ampiezza della *business judgment rule*.

In secondo luogo, verrà posta attenzione all'incremento di efficienza in concreto ottenuto adottando l'ADA al *credit scoring*. In tale contesto proseguiranno le riflessioni giuridiche sulla discrezionalità gestoria e sulla corretta gestione imprenditoriale degli amministratori, anche nell'ottica della «sana e prudente gestione» delle banche. A ciò si aggiungeranno ulteriori riflessioni legate alle opportunità ed ai rischi che tali strumenti di innovazione tecnologica implicano nel sistema finanziario.

In ultimo, si intende valutare la funzionalità degli *alternative data* ai fini di una corretta ed efficiente applicazione della normativa e delle migliori prassi in tema di investimenti socialmente responsabili (SRI), ossia attenti alla sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* societaria (c.d. "parametro ESG"). Tale ultimo tema è sempre più al centro dell'evoluzione dell'ordinamento giuridico, anche a livello europeo ed internazionale, e si lega persino alla stabilità dei mercati finanziari. Nondimeno si segnalano ancora numerose criticità sotto il profilo dell'individuazione dei concreti temi di sostenibilità da tutelare e soprattutto riguardo alla trasparenza e veridicità delle dichiarazioni all'uopo rilasciate dalle imprese che operano in settori sensibili alle tematiche ESG. Gli *alternative data* possono essere uno strumento importante per realizzare tale evoluzione.

Si anticipa da subito l'impressione che gli *alternative data* siano destinati crescere di importanza in maniera esponenziale nel dibattito giuridico concernente l'evoluzione tecnologica ed il diritto commerciale, generando margini di efficienza per imprese, clientela ed istituzioni.

## 2. *Gli alternative data e l'alternative data analysis.*

Gli *alternative data*, nell'accezione che interessa in questa sede, sono tutte le informazioni reperibili mediante tecnologia digitale diverse da – e

---

rimane l'unico responsabile del contenuto del lavoro.

<sup>1</sup> Si rinvia al § 2 per la definizione degli *alternative data*.

perciò *alternative* rispetto a - i dati tradizionalmente impiegati per effettuare una valutazione ovvero una prognosi economico-finanziaria di un'impresa.

I dati tradizionali sono i dati iscritti nel Registro delle imprese o comunque registrati presso le Camere di commercio (statuti, bilanci ecc.) nonché quelli reperibili nei mercati regolamentati (quotazione, indici di borsa ecc.) e nelle banche dati come le centrali rischi.

Gli *alternative data* sono informazioni provenienti dal web ed in particolare da forum, blog, social network, e-commerce, mappe e immagini satellitari.

Una posizione a sé, si crede, ricoprono i dati reperibili da giornali, mass-media, organi di informazione professionale che si occupano di economia e finanza, diffusi via web. Tali dati provengono da fonti "tradizionali", ma possono essere annoverati fra gli *alternative data* (potrebbero definirsi "*traditional financial data*") ai fini dell'analisi di cui si esporrà appresso.

Per comprendere l'ampiezza degli *alternative data* e le potenzialità ivi racchiuse è sufficiente pensare che nel 2017 sono stati prodotti tanti dati quanti quelli prodotti nella storia recente dell'uomo e che solo lo 0,5% degli stessi è stato sottoposto ad una qualche analisi. Non solo: si prevede che con l'*Internet of things* e *Industry 4.0* in meno di dieci anni il "raddoppio" dei dati prodotti nella storia dell'uomo avverrà ogni 12 ore <sup>2</sup>.

Per ottenere un incremento di efficienza produttiva, occorre pertanto selezionare, analizzare ed elaborare questa moltitudine di dati e poi confrontarli con quelli tradizionali, al fine di formulare una prognosi sull'evoluzione economico-finanziaria di un'impresa, di un titolo, di un prodotto o su altro.

Ciò avviene mediante l'*alternative data analysis* (ADA), che utilizza l'intelligenza artificiale (AI) per trasformare gli *alternative data* in ragionevoli previsioni (*insight*).

Tale attività può essere classificata come *Big Data analytics*, nel senso di «insieme di dati di enorme dimensione, memorizzati anche in archivi eterogenei, ossia non correlati tra loro, per la cui analisi vengono utilizzati strumenti di statistica inferenziale e concetti di identificazione di sistemi non lineari per dedurre regressioni, effetti causali e relazioni. A differenza dei sistemi gestionali tradizionali, che trattano dati strutturati o strutturabili in tabelle tra loro relazionabili, i big data comprendono anche

---

<sup>2</sup> Cfr. M. RASETTI, Intervento al Consob Day, 11 giugno 2018, in [www.consob.it](http://www.consob.it); P. CIOCCA, Intervento all'Inaugurazione del Corso di Alta Formazione Fintech e Diritto ABI, Roma 10 maggio 2018, in [www.consob.it](http://www.consob.it); IEAG, *A World that Counts. Mobilising the Data Revolution for Sustainable Development*, November 2014, in [www.undatarevolution.org](http://www.undatarevolution.org), 5; FINSCIENCE, GENOA CENTER FOR LAW AND FINANCE, *The Guide To Alternative Data for Sustainable Finance 2018*, 2018, in [www.datrixgroup.com](http://www.datrixgroup.com), 21.

dati semistrutturati o non strutturati (ad es. dati che provengono dal web come i commenti sui social media, documenti di testo, audio, video disponibili in diversi formati, etc..)».

L'intelligenza artificiale (IA), invece, è riferibile ai «sistemi hardware e/o software atti a svolgere compiti che sono tipicamente associati all'intelligenza umana. Tra le principali applicazioni vi è il cd. *machine learning*, ovvero sia l'attività di sviluppo di algoritmi e di processi di apprendimento di un sistema informativo per la realizzazione di applicazioni le cui prestazioni migliorano automaticamente con il tempo grazie all'elaborazione di nuovi dati. Per la sua realizzazione esistono diverse tecniche adatte a seconda del caso d'uso (ad es. regressione lineare, classificazione, alberi decisionali, reti neurali, etc.)»<sup>3</sup>.

Un'applicazione specifica di questa tecnologia consiste nell'utilizzo di un primo algoritmo, denominato *Digital Popularity Value* (DPV), che consente di misurare sotto il profilo quantitativo la diffusione di un qualsivoglia contenuto pubblico sul web. Unitamente al DPV, è utilizzato un secondo algoritmo, sviluppato internamente al primo, al fine di suddividere il DPV in due componenti principali – il DPV *investor* e il DPV *non investor* (o *consumer*)<sup>4</sup> – e misurare per entrambe le componenti un indice di *sentiment*. Al fine di evitare errori dovuti a *fake news* o altro, il DPV si ricava da fonti selezionate e ritenute attendibili<sup>5</sup>.

Una volta elaborati, i risultati dell'analisi degli *alternative data* vengono combinati con i risultati dell'elaborazione dei dati tradizionali e solo al termine di tutto questo procedimento viene formulata una previsione.

I principali vantaggi di questa tecnologia derivano dalla vastezza e potenziale analiticità dei dati a disposizione nonché dalla loro tempestività e dal loro continuo aggiornamento.

Va sottolineato che i dati trattati sono dati aggregati, pubblici (nel senso che non richiedono Id. e *password* per l'accesso) e non riferibili alle singole persone fisiche o comunque ai privati che li hanno immessi. Solo in tal modo è possibile rispettare la normativa sulla *privacy*.

Al riguardo, la *privacy* e la *data protection* sono all'origine di

---

<sup>3</sup> Per queste due definizioni cfr. BANCA D'ITALIA, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 31; FSB, *Artificial intelligence and machine learning in financial services. Market developments and financial stability implications*, 1 novembre 2017, in [www.fsb.org](http://www.fsb.org), 4 ss.

<sup>4</sup> Nel dettaglio, (i) il DPV *investor* è una componente del DPV calcolata considerando esclusivamente contenuti digitali afferenti l'ecosistema finanziario; (ii) il DPV *non investor* è la componente residuale del DPV che ne rappresenta mediamente più del 90% in termini assoluti ed è composta da contenuti di tipo "generico" relativi alle tematiche più disparate e non strettamente legate all'ecosistema finanziario.

<sup>5</sup> Cfr. FINSCIENCE, GENOA CENTER FOR LAW AND FINANCE (nt. 2).

numerosi problemi e rischi per il corretto funzionamento dell'ADA. Tuttavia, proprio per la grande importanza che rivestono, in questa sede tali argomenti – così come anche la tematica della responsabilità del *cyborg* e quella della *cybersecurity* – verranno volontariamente trascurati, pur rimanendo sullo sfondo, per consentire l'esame di altre problematiche giuridiche, si crede non meno interessanti.

### 3. Un primo caso pratico: il "Dieselgate" e i sorprendenti risultati dell'ADA.

Per comprendere la concreta efficacia di questa tecnologia è necessario illustrare alcuni esempi pratici.

Un primo caso attiene al ben conosciuto scandalo "Dieselgate" ed alle ripercussioni subite dalla nota casa automobilistica Volkswagen, coinvolta in tale scandalo.

Quanto ai dati tradizionali, la quotazione delle azioni Volkswagen subì un forte calo al momento della comunicazione ufficiale della notizia sui test alterati e continuò ad essere particolarmente debole nelle settimane successive.

Tale evento così *disruptive* per l'andamento dei titoli Volkswagen è stato oggetto di analisi sotto la prospettiva degli *alternative data* allo scopo di verificare se l'ADA producesse risultati simili.

I risultati dell'analisi dimostrarono che (i) negli Stati Uniti i contenuti condivisi in rete seguivano il medesimo *sentiment* dei mercati finanziari, confermando sostanzialmente la negatività legata al tema "Dieselgate" abbinato a "Volkswagen"; (ii) in Europa invece il DPV *investor* condivideva contenuti con *sentiment* negativo, mentre il DPV *non investor* condivideva contenuti neutri, se non addirittura positivi.

Tali dati, messi a confronto con i fondamentali economico-finanziari di Volkswagen, nel complesso buoni, consentirono di formulare una previsione di ripresa delle azioni Volkswagen nel medio-lungo periodo, ripresa che poi effettivamente avvenne.

Volgendo finalmente al diritto, questo esempio interessa sotto vari profili.

Certamente una previsione tempestiva e controintuitiva come quella appena descritta può rilevare nell'ambito delle gestioni patrimoniali, consentendo margini di profitto per gli investitori.

Si faranno oltre cenni ad alcune tematiche del risparmio gestito connesse in qualche modo con gli *alternative data*.

Da subito si crede tuttavia interessante esaminare come una simile sorprendente previsione possa essere utilizzata dagli amministratori di un'ipotetica società per azioni che si trovi nella stessa situazione della Volkswagen (ad es., un'immaginaria altra casa automobilistica).

Il tema interessa sotto il profilo di una loro responsabilità connessa alle “scelte d’impresa” effettuate (anche) sulla base di una tecnologia innovativa, qual è l’ADA, nonché sotto il profilo dell’opportunità di inserire strumenti di tecnologia innovativa negli assetti organizzativi dell’impresa.

#### 4. Possibili implicazioni in tema di business judgment rule.

Concentrando l’attenzione sulle “scelte d’impresa”, sussiste nell’ordinamento giuridico italiano, così come in tutti i più evoluti ordinamenti, il principio che pone al riparo gli amministratori di una s.p.a. da responsabilità per le conseguenze negative di una decisione imprenditoriale rilevatasi nel merito perdente [*business judgment rule* (BJR)].

Il tema è ben noto e qui vale la pena di approfondirlo solamente in relazione a taluni profili applicativi legati all’impiego di tecnologie innovative, presupponendo l’assenza di conflitti d’interessi.

La finalità sottesa alla BJR è di evitare la traslazione del rischio d’impresa dagli azionisti agli amministratori e quindi di non tarpare la propensione al rischio dell’attività gestoria da questi ultimi posta in essere, sanzionandoli mediante *hindsight bias*.

In Italia la BJR è di derivazione giurisprudenziale e la giurisprudenza ne individua i limiti nell’adozione, da parte degli amministratori, di tutte le cautele che devono precedere una scelta d’impresa, quali ad esempio la predisposizione di perizie, di *due diligence*, l’adozione di clausole contrattuali di salvaguardia nonché la predisposizione di una pianificazione economico-finanziaria<sup>6</sup>.

E certamente tra le attività degli amministratori che precedono una decisione imprenditoriale rientra il “dovere di agire informato” di cui all’art. 2381 c.c. Al riguardo, come osservato in dottrina, tale dovere si incentra non tanto sull’esigenza che l’informazione alla base della decisione sia oggettivamente adeguata, quanto piuttosto (i) sull’adeguatezza delle tecniche mediante cui si acquisisce l’informazione nonché (ii) sulla ragionevolezza della decisione di affidarsi a tali tecniche<sup>7</sup>.

È questa una prospettiva d’indagine di ordine *procedimentale*, strettamente affine alla medesima prospettiva attraverso cui gli

---

<sup>6</sup> Cfr., *ex plurimis*, Cass. 1783/2015; Cass. 28669/2015; Cass. 3490/2013. In dottrina, cfr. G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, 277.

<sup>7</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, vol. I, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di P. Schlesinger, Milano, 2012, 401 ss. spec. 417; ID., *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 675 ss.

amministratori – anche in sede di adozione di una decisione imprenditoriale – debbono individuare, selezionare e perseguire l’interesse sociale<sup>8</sup>.

D’altronde, l’importanza delle informazioni inserite in un ragionevole contesto di procedimentalizzazione dell’attività d’impresa organizzata in forma societaria si riscontra proprio negli ordinamenti che hanno trascritto in norme di diritto positivo la BJR<sup>9</sup>, oltre che nella giurisprudenza del Delaware ove ha avuto origine la stessa BJR<sup>10</sup>.

In via di prima approssimazione, per ciò che ora interessa, il procedimento si andrebbe a svolgere in tre fasi: l’acquisizione di informazioni, propedeutiche alla decisione; la valutazione ponderata di tali informazioni, anche nell’ambito della pianificazione economico-finanziaria; l’adozione della decisione secondo criteri logicamente connessi alla valutazione delle informazioni acquisite<sup>11</sup>.

Già in questo quadro ancora sfocato si intravede un ruolo giuridicamente rilevante dell’acquisizione e valutazione di *alternative data* ai fini della responsabilità gestoria degli amministratori.

Il tema deve essere allora approfondito sul piano dell’oggetto del “dovere di agire informato” e su quello dell’adeguatezza degli assetti organizzativi<sup>12</sup>, nonché sotto quello più ampio della *correttezza* amministrativa e gestoria dell’impresa (artt. 2403 e 2497 c.c.).

---

<sup>8</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni* (nt. 7), 417 *sub* nt. 140, ove ulteriori riferimenti bibliografici; ID., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 573 ss.

<sup>9</sup> Nell’ordinamento tedesco il § 93 *Abs. 1 Satz 2 AktG*, rubricato «Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder» statuisce che «Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei eine unternehmerischen Entscheidung *vernünftigerweise* annehmen durfte, *auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft* zu handeln» (enfasi aggiunta). Nell’ordinamento spagnolo, l’art. 226 *LSC*, rubricato «*Protección de la discrecionalidad empresarial*», prevede espressamente che «En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, *con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*» (enfasi aggiunta).

<sup>10</sup> Cfr. il noto caso *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d. 858 (Del. 1985), ove si è riconosciuta la responsabilità dei *directors* per non aver assunto adeguate informazioni in merito ad un’operazione di fusione. Per un commento si tale pronuncia, cfr. G.M. ZAMPERETTI (nt. 6), 280 ss.

<sup>11</sup> Soprattutto su quest’ultimo passaggio, cfr. A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, 154 s.

<sup>12</sup> Cfr. G.M. ZAMPERETTI (nt. 6), 138 ss., 192 ss., 259 ss., 282 ss.; M IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e gestione delle società di capitali*, Milano, 2005, spec. 60 ss.

#### 4.1. ... e in tema di correttezza gestoria e assetti adeguati.

Gli artt. 2381, 2403 e 2497 c.c. elevano i principi di corretta amministrazione e di corretta gestione imprenditoriale a «clausola generale» di comportamento degli amministratori. Si è osservato che ciò consente di intervenire anche laddove il diritto scritto venga formalmente rispettato<sup>13</sup>. Ne consegue che acquistano rilievo normativo le regole tecniche e quelle elaborate dalla prassi e dalle scienze aziendali, pure sotto il profilo della razionalità economica, in tema di assetti adeguati e controlli interni<sup>14</sup>.

Pertanto, il paradigma degli *assetti organizzativi adeguati* diviene il criterio imprescindibile di organizzazione interna dell'impresa societaria e profilo per la valutazione della responsabilità degli amministratori (oltre che degli uffici deputati al controllo).

In quest'ambito, lo "snodo cruciale" dell'articolazione del potere di impresa e delle regole di responsabilità è costituito dal *sistema di controllo interno*, sistema curato dagli amministratori delegati, valutato dagli amministratori deleganti e vigilato dal collegio sindacale (cfr. artt. 2381 e 2403 c.c.)<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni* (nt. 7), 180 anche *sub* nt. 83, 424 s., ove l' A. associa il principio di corretta gestione imprenditoriale ad un modello socio-economico di « buon imprenditore »; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 188 s. anche *sub* nt. 71, che fa riferimento ad un «parametro di legalità sostanziale».

<sup>14</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss., 47; M. IRRERA (nt. 12), 64 ss.; A.M. LUCIANO (nt. 11), 82 ss.; F. BRIZZI (nt. 13), 188 ss., 386 ss. Cfr., tuttavia, G.M. ZAMPERETTI (nt. 6), 304 ss., il quale manifesta prudenza verso la giuridicizzazione di norme tecniche, pur riconoscendo rilevanza giuridica all'adeguatezza delle informazioni. Per una definizione di "assetto organizzativo adeguato" e di "sistema di controllo interno", cfr. M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, 358 ss.; 366 ss.; CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale. Principi di comportamento del collegio sindacale*, settembre 2015, reperibile sul sito [www.commercialisti.it](http://www.commercialisti.it), Norme nn. 3.4. e 3.5.; ID., *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, aprile 2018, *ivi*, spec. Norme nn. Q.3.3. e Q.3.4.

<sup>15</sup> In questi termini, cfr. P. MONTALENTI (nt. 14), 47 ss. Cfr., altresì, con particolare riferimento ai ruoli assegnati nel sistema di *corporate governance*, M. IRRERA (nt. 12), 74 s.; ID., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 16. In questa sede si adotta un'accezione ampia di "sistema di controlli interni", che non implica la presenza di uno specifico ufficio di *internal audit*, il quale potrebbe essere eccessivamente oneroso per un'impresa di ridotte dimensioni. Sulla rilevanza dei controlli interni nella BJR, cfr. C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis* (nt. 7); G.M. ZAMPERETTI (nt. 6), 315. Sulla stretta inerente dei controlli all'esercizio dell'impresa, soprattutto sotto il profilo organizzativo, cfr. P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio d'impresa tra amministrazione e controllo*, in *AGE*, 2007, 231 ss.; ID., *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2010, 309 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *I sistemi di*

In un'ottica di controllo *ex ante* sulle scelte di gestione, sull'attività gestoria nonché di "dovere di agire informato", il *controllo di correttezza gestionale e adeguatezza amministrativa* deve essere inteso come adozione programmatica delle procedure informative ed istruttorie tipiche della specifica categoria di scelte gestorie e delle connesse operazioni<sup>16</sup>.

Al riguardo, accreditata dottrina osserva che il controllo e la gestione del rischio assumono un ruolo centrale nel sistema di *corporate governance* e che da tempo le scienze aziendalistiche hanno individuato nel *risk management* l'asse portante del controllo sulla correttezza della gestione<sup>17</sup>.

In tale contesto, la valutazione sull'adeguatezza delle tecniche di acquisizione delle informazioni (*supra*, § 4) richiede non tanto il necessario impiego delle migliori soluzioni né una completezza dei dati, quanto piuttosto un ragionevole bilanciamento dei costi e benefici delle tecniche selezionate<sup>18</sup>.

#### 5. La protezione giuridica delle decisioni imprenditoriali fondate su alternative data.

L'innesto motivato di tecniche innovative, quali possono essere gli *alternative data*, nell'ambito di queste procedure, qualora finalizzato a perseguire l'efficienza della gestione imprenditoriale, è suscettibile pertanto di essere valutato conforme al canone di rischio che la BJR vuole proteggere e sicuramente non tarpare.

Ciò soprattutto qualora l'ADA venga promossa da amministratori qualificati «dalle loro specifiche competenze», adeguate e conformi alla «natura dell'incarico» (art. 2392, 1° co., c.c.) e vengano impiegati per un'impresa che opera in un settore merceologico particolarmente sensibile agli umori dei consumatori e degli esperti finanziari<sup>19</sup>.

---

*controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune. Notazioni preliminari*, in *Riv. soc.*, 2018, 320 ss., 328. Sull'adeguatezza dei controlli interni cfr., altresì, M. LIBERTINI, *Il sistema dei controlli nelle banche*, in *La governance delle società bancarie*, a cura di V. Di Cataldo, Milano, 2014, 63 ss.; A.M. LUCIANO, *Adeguatezza organizzativa e funzioni aziendali di controllo delle società bancarie e non*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 317 ss.

<sup>16</sup> Cfr., ancora, P. MONTALENTI (nt. 14), 47 ss.

<sup>17</sup> Cfr. P. MONTALENTI (nt. 14), 64 s. Cfr., altresì, M. IRRERA (nt. 15), 154 s.; F. BRIZZI (nt. 13), 209 s.

<sup>18</sup> Cfr. G.M. ZAMPERETTI (nt. 6), 285, 348 ss.; A.M. LUCIANO (nt. 11), 155 s. anche *sub* nt. 248, sulla scorta della dottrina tedesca maggioritaria.

<sup>19</sup> Si pensi ad un consigliere d'amministrazione dell'immaginaria casa automobilistica che sia ingegnere robotico, con comprovata esperienza nell'ambito dell'elaborazione dei dati digitali ed in particolare dei *big data*, al momento dello scoppio dello scandalo del "Dieselgate". Anche senza arrivare a tanto, si pensi comunque ad un amministratore competente in materia, attento ad assicurare nell'organigramma sociale la presenza di

Certamente anche in queste circostanze è opportuno adottare ulteriori precauzioni, tra cui “sperimentare” prima l’ADA per problematiche minori al fine di testarne l’affidabilità, affidare il servizio in *outsourcing* prima di valutare l’opportunità di investire maggiori somme per un affidamento *in house*, verificare l’affidabilità dell’impresa fornitrice del servizio, farsi rilasciare dichiarazioni scritte da parte del fornitore circa l’esercizio dell’ADA nel rispetto della normativa sulla *privacy* <sup>20</sup>.

Quanto all’affidabilità dell’impresa fornitrice va qui accennata la peculiare controversa tematica della responsabilità per i danni prodotti dall’IA, soprattutto laddove meccanismi di *machine learning* determinino conseguenze non prevedibili né evitabili da parte del produttore/programmatore, o comunque del fornitore. Ebbene, tale problematica non va ad intaccare la BJR degli amministratori della società committente, laddove essi abbiano operato – oltre a tutte le precauzioni e i procedimenti finora descritti – un’accorta *due diligence* sull’impresa fornitrice ed in particolare avendo verificato, anche in base ad eventuali dichiarazioni della stessa, che tale impresa fornitrice abbia adottato tutte le precauzioni per limitare al massimo il rischio di esiti patologici non controllabili e non verificabili nemmeno *ex post*. L’attuale difficoltà, sia materiale sia normativa, di individuare un soggetto responsabile su cui rivalersi per i danni patiti, suggerisce – e si crede, *de jure condendo*, imporrà – un’apposita copertura assicurativa quanto meno per uno dei contraenti <sup>21</sup>.

---

personale con adeguate competenze specifiche. Sui parametri della diligenza degli amministratori di s.p.a. cfr. C. ANGELICI, (nt. 8), con particolare riferimento proprio alla BJR che si estrinseca nel competente perseguimento dell’efficienza dell’impresa; ID., *Diligentia quam in suis* (nt. 7), ove parla espressamente di «perizia»; P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in AA.VV. *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Torino, 2006, 833 ss., 838 s., secondo cui la previsione riferita alle «specifiche competenze» degli amministratori fa sì che «lo *standard* [di diligenza, n.d.r.] si avvicina significativamente alla perizia, nel senso che là dove l’amministratore abbia delle competenze attinenti a profili significativi del contenuto di deliberazioni, operazioni, attività gestionali in genere da cui possa insorgere la loro responsabilità – si pensi ai profili legali, finanziari o tecnici –, la valutazione della diligenza dovrà essere effettuata con criteri differenziati per l’amministratore esperto giuridico oppure per l’amministratore esperto di finanza oppure ancora per l’amministratore esperto nel settore di attività della società».

<sup>20</sup> In merito ad alcune precauzioni da adottare, cfr. Cfr. QUINLAN & ASSOCIATES, *Alternative Alpha. Unlocking Hidden Value in the Everyday*, September 2017, consultabile sul sito [www.quinlanandassociates.com](http://www.quinlanandassociates.com), 33 ss.; DELOITTE CENTER FOR FINANCIAL SERVICES, *Alternative data for investment decisions: Today’s innovation could be tomorrow’s requirement*, October 2017, 6 ss.

<sup>21</sup> Cfr., sul tema della responsabilità *de qua*, PARLAMENTO EUROPEO, *Relazione recante raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica*, (2015/2103(INL)), 27 gennaio 2017; COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione al Parlamento*

Ma anche nel caso in cui la società si affidi ad un servizio di ADA *in house*, si crede che la BJR non debba e non possa essere ridotta.

La circostanza che sistemi computazionali di apprendimento automatico possano produrre conseguenze negative non prevedibili né evitabili a chi ne fa uso ovvero a terzi è oggetto di studio da parte di esperti informatici ma anche sotto il profilo legale.

Se così fosse, non si potrebbe escludere, quanto meno *de iure condendo*, l'applicazione di una responsabilità oggettiva o comunque aggravata, da attribuire al soggetto da cui origini il rischio non gestibile immesso nei traffici giuridici <sup>22</sup>.

Ciò nondimeno tale responsabilità e quindi il connesso rischio non possono essere ascritti agli amministratori che abbiano adottato tutte le precauzioni richieste, con adeguati controlli interni. Si correrebbe altrimenti il rischio di inibire alle imprese di ricorrere all'evoluzione tecnologica.

Un'eventuale responsabilità oggettiva o aggravata potrebbe ricadere sulla società che ha internalizzato il servizio di ADA, per i danni cagionati a terzi.

Si può allora affermare che una decisione imprenditoriale logicamente connessa a procedure informative ed istruttorie fondate, anche, sugli *alternative data* può ritenersi conforme ai principi di corretta gestione imprenditoriale e quindi protetta dalla BJR.

#### 6. L'omesso impiego degli *alternative data*. Evoluzione del diritto societario e progresso tecnologico.

Se l'impiego degli *alternative data* può rientrare fra le cautele, di ordine informativo, che gli amministratori adottano *ex ante* per non assumersi il rischio di impresa, occorre nondimeno domandarsi *quid iuris* nel caso opposto, in cui gli amministratori abbiano omesso di prendere in considerazione *alternative data* che si sarebbero potuti rivelare determinanti per non assumere una decisione imprenditoriale rivelatasi poi perdente.

---

europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale europeo «sull'applicazione della direttiva del Consiglio relativa al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati Membri in materia di responsabilità per danno da prodotti difettosi (direttiva 85/374/CEE)», COM(2018) 246 final, Bruxelles, 7 maggio 2018; COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *L'intelligenza artificiale per l'Europa*, COM(2018) 237 final, Bruxelles, 25 aprile 2018; COMMISSIONE EUROPEA, *Liability for emerging digital technologies*, SWD(2018) 137 final; FSB (nt. 3), 26, 38.

<sup>22</sup> Cfr. nota precedente.

La questione è complessa e può tradursi nel senso di come riesca il diritto societario ad adattarsi, *rectius* ad “aggrapparsi”, al progresso tecnologico.

#### 6.1. *La non censurabilità dell'omissione di valutare alternative data ... oggi.*

Si è osservato che i principi di corretta amministrazione e di corretta gestione imprenditoriale attribuiscono rilievo normativo alle regole tecniche ed a quelle elaborate dalla prassi e dalle scienze aziendali (*supra*, § 4.1.).

Ciò sta a significare, quanto meno in linea di massima, che sono al riparo da responsabilità decisioni gestorie ed organizzative degli amministratori conformi a prassi e regole rinvenibili, ad esempio, nei principi contabili e/o di revisione, nelle norme di comportamento del collegio sindacale così come nelle linee guida elaborate da autorità di vigilanza o che comunque operino nell'interesse pubblico e di riconosciuta competenza ovvero da associazioni di categoria.

Tuttavia, l'innovatività degli *alternative data* non consente ad oggi di annoverare tale tecnica informativa in quegli ambiti.

Ne consegue che non viene meno la BJR né si possono ritenere inadeguati gli assetti societari per il solo fatto che gli amministratori non abbiano preso in considerazione gli *alternative data* nei procedimenti informativi adottati da una società.

Sarebbe il caso in cui gli amministratori abbiano provocato la liquidazione, anche parziale, dell'immaginaria casa automobilistica dopo il “Dieselgate” per timore di un crollo di domanda in Europa nonostante le indicazioni incoraggianti dell'ADA.

In tali ipotesi pertanto non potrebbe essere addebitata alcuna responsabilità agli amministratori.

#### 6.2. *La possibile censurabilità dell'omissione di valutare alternative data ... domani.*

Il discorso potrebbe mutare qualora si avveri la previsione secondo cui l'utilizzo degli *alternative data* esploderà nei prossimi 4-5 anni, divenendo uno strumento imprescindibile almeno in alcuni settori imprenditoriali.

E questo è proprio un punto di passaggio cruciale fra progresso tecnologico ed evoluzione dell'ordinamento giuridico in materia di diritto societario.

Si crede che la relativa valvola di collegamento si rinvenga proprio nei principi di corretta amministrazione e di corretta gestione

imprenditoriale, laddove la *correttezza* si ascriva (tra l'altro) alle norme tecniche ed alle prassi condivise, insieme ai criteri di razionalità economico-aziendale (*supra*, § 4.1.).

Si immagini, ad esempio, che le norme di comportamento del collegio sindacale, le linee guida redatte da fonti autorevoli e competenti o altra sorta di *best practices* o regolamenti tecnici raccomandino l'impiego dell'ADA, almeno in determinati contesti. In tal caso, non può escludersi che il mancato utilizzo degli *alternative data* possa essere valutato quale circostanza fattuale per comprovare (se del caso, unitamente ad altre circostanze) il mancato rispetto, da parte degli amministratori, dei canoni di adeguatezza organizzativa e di corretta gestione imprenditoriale, specie riguardo al "dovere di agire informato".

È noto che il rispetto di prassi consolidate e linee guida non ha di per sé carattere obbligatorio, configurandosi piuttosto come sponda di riparo da eventuali responsabilità (*supra*, § 4.1.). Nondimeno si crede che, soprattutto per decisioni imprenditoriali particolarmente delicate, la mancata adozione di tale sorta di *soft law* imponga una ragionevole motivazione, secondo la regola *comply or explain*.

Traslando il caso "Dieselgate" in un simile scenario futuribile, gli *alternative data* che segnalano un minore rischio di crollo della domanda di auto in Europa non potrebbero essere ignorati senza un'adeguata giustificazione che ponga gli amministratori al riparo da eventuale responsabilità.

Anche senza considerare azioni di responsabilità, potrebbero in ogni caso sussistere i presupposti per una giusta causa di revoca.

#### 7. Un secondo caso pratico: il significativo incremento del margine di efficienza del credit scoring grazie all'ADA.

Un altro caso pratico di notevole interesse attiene alla sostituzione di un vecchio modello di *credit scoring* con uno fondato sull'AI e sull'ADA, richiesta da un'azienda di *Business Information e Credit Management*. In particolare, il committente intendeva affinare il proprio modello tradizionale di misurazione del rischio di *default* di imprese e società non quotate con dimensione molto variegata, tra cui anche microimprese.

Per aggiornare il tutto, inizialmente sono stati applicati gli algoritmi di *machine learning* ai dati finanziari tradizionali storici provenienti dalle Camere di commercio e dalle centrali rischi, tra cui i bilanci, normalmente aggiornati parecchi mesi prima dell'analisi. Tale prima attività ha elevato immediatamente da 15 a 1400 il numero di variabili considerate significative, scoprendo relazioni non individuabili dalla sola attività

umana <sup>23</sup>.

In particolare, va sottolineato che il vecchio modello valutava il coefficiente geografico della sede aziendale su base regionale, rischiando di etichettare come “bad” intere regioni. Il modello di AI calcola invece il coefficiente geografico in base allo specifico codice di avviamento postale.

Inoltre, il nuovo modello ha lavorato sugli *alternative data* per realizzare una carta di identità digitale aggiornata in tempo reale delle imprese e/o del management basata su tipologia e caratteristiche di presenza web, ranking sui motori di ricerca, *social reputation*, valutazioni della clientela, aggiornamento tecnologico, aggiornamento contenuti <sup>24</sup>.

Le variabili tradizionali elaborate tramite *machine learning* e quelle alternative sono state infine unite, registrando un miglioramento di ben 13 punti percentuali di affidabilità del modello, rispetto a quello tradizionale (dall’80% al 93%).

Segnatamente, su un sottoinsieme di 135.000 imprese è stato possibile individuare 700 “bad company” aggiuntive a rischio *default*, per il cui finanziamento invece il modello tradizionale di *credit scoring* non evidenziava allarmi, e 17.000 nuove “good company”.

In particolare, grazie ad un’indagine più granulare dei coefficienti di rischio di tipo geografico sono state individuate aree delle Regioni prima classificate “bad” con percentuali di solvibilità superiori alla media di aree normalmente ritenute di massima affidabilità, come la Brianza. Viceversa, sono state individuate anche aree geografiche valutate “bad” mentre tradizionalmente erano considerate “good” per il contesto regionale.

L’impiego di questa tecnologia consente allora di ridurre il rischio di credito e di indirizzare i finanziamenti bancari verso aziende più affidabili.

E proprio il contenimento del rischio di credito rientra nell’ambito dei doveri di «sana e prudente gestione» (art. 5 T.U.B.) che gli amministratori delle banche devono osservare.

Si può allora sviluppare il discorso giuridico precedentemente avviato, con specifico riferimento al settore bancario.

---

<sup>23</sup> Tra le variabili aggiunte si segnala la distanza fra l’abitazione dell’imprenditore e la sede dell’impresa nonché il numero di giorni di ritardo di deposito delle scritture contabili.

<sup>24</sup> Così, ad esempio, è attribuito rilievo alle circostanze che un’impresa abbia un proprio sito internet, che il sito sia di una certa qualità tecnologica e venga regolarmente mantenuto ed aggiornato, che un’impresa o comunque i suoi dirigenti/amministratori siano rintracciabili su social network professionali, come ad esempio *linkedin*. L’attività in concreto esercitata dall’impresa esaminata può poi essere individuata tramite informazioni contenute nel suo sito internet o in altri contesti operativi e può differire dall’attività originariamente indicata nel Registro delle imprese.

8. *L'utilizzo dell'ADA e la «sana e prudente gestione» del rischio di credito da parte delle banche.*

La disciplina settoriale successiva agli accordi di Basilea 2<sup>25</sup> prevede che, ai fini della gestione prudenziale del rischio di credito, le banche adottino un sistema di *rating*, interno o esterno, funzionale alla valutazione del merito di credito dei soggetti da finanziare<sup>26</sup>. L'elemento a base della valutazione del *rating* è la c.d. probabilità di *default* (PD)<sup>27</sup>.

Indagando su un altro ambito della normativa di vigilanza sulle banche, in merito al governo societario delle banche<sup>28</sup>, le Disposizioni di

---

<sup>25</sup> Cfr., in particolare, Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (CRR), specie Parte 3, Tit. II, Capi 1 e 3; BANCA D'ITALIA, Circ. n. 285 del 17 dicembre 2013 (e successivi agg.), *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Parte II, Capp. 3 e 4; cfr., altresì, ancora prima dell'entrata in vigore delle normative appena citate, BANCA D'ITALIA, Circ. n. 263 del 27 dicembre 2006 (e successivi agg.), *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Tit. II, Cap. 1.

<sup>26</sup> Per un approfondimento su "Basilea 2" e sul *rating* creditizio, cfr. F. DEZZANI, «*Basilea 2*» e il merito creditizio delle imprese, in *Società*, 2007, 405 ss.; M. DI RIENZO, *Concessione del credito e tutela degli investimenti. Regole e principi in tema di responsabilità*, Torino, 2013, 1 ss.; A. MAZZOLENI, in E. GIACOSA, A. MAZZOLENI, *La previsione della crisi d'impresa: strumenti e segnali di allerta*, Milano, 2016, 37 ss.; G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive nel rating*, in *AGE*, 2012, 251 ss.; F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, ivi, 323 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Vicenza, 2015, 175 ss., 187 ss.; A. TROISI, *Attività e regolamentazione delle agenzie di rating*, ivi, 485 ss.; S. CICCHINELLI, *sub art. 53 T.U.B.*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, I, I, Torino, 2013, 546 ss., 552 ss. Cfr., altresì, A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione di crediti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 557 ss., 563 ss.

<sup>27</sup> Cfr. A. MAZZOLENI (nt. 26), 38; G. PRESTI (nt. 26), 252 s.; A. TROISI (nt. 26), 487.

<sup>28</sup> Per un approfondimento sul tema della *governance* bancaria cfr., tra i molti, P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, vol. 3, Torino, 2014, 2167 ss.; G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in materia di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss.; A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca, impr., soc.*, 2017, 33 ss.; A. MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Milano, 2012; G. LEMME, *Le disposizioni di vigilanza sulla governance delle banche: riflessioni a tre anni dall'intervento*, in *questa Rivista*, 2011, I, 705 ss.; ID., *Amministrazione e controllo nella società bancaria*, Milano, 2007, 47 ss.; M. STELLA RICHTER jr. (nt. 15), *passim*; A.M. LUCIANO (nt. 15), *passim*; R. D'AMBROSIO, M. PERASSI, *Il governo societario delle banche*, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli*, a cura di M. Vietti, Milanofiori Assago, 2014, 207 ss.; F. FIAMMA, *sub art. 53 T.U.B.*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, I, (nt. 26), 579 ss.; S. CICCHINELLI, *Il governo dell'impresa bancaria (Riflessioni a margine del decreto legislativo n. 72 del 2015)*, in *Riv.*

vigilanza precisano poi che «Gli assetti organizzativi e di governo societario delle banche, oltre a rispondere agli interessi dell'impresa, devono assicurare condizioni di sana e prudente gestione»<sup>29</sup>.

Occorre allora individuare se e come la banca debba adottare una «sana e prudente gestione» nel governo societario, con riguardo alla valutazione del soggetto da finanziare.

Al riguardo, una prima spia normativa si individua nell'art. 53, comma 1, lett. *b*) e *d*), T.U.B., che inserisce nell'oggetto della vigilanza regolamentare «il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni» oltre a «il governo societario, l'organizzazione amministrativa e contabile, nonché i controlli interni».

Nell'attuare tale disposizione, le Disposizioni di vigilanza prevedono che «Nella prospettiva di rafforzare gli standard minimi di organizzazione e governo societario di tutti gli intermediari, i principi indicati riguardano: (...) l'efficacia dei controlli, il presidio di tutti i rischi aziendali, l'adeguatezza dei flussi informativi»<sup>30</sup>.

Sempre in materia di governo societario, le Disposizioni di vigilanza omettono di riferirsi ad uffici aziendali nominativamente individuati, ma operano una ripartizione per funzioni<sup>31</sup>, e per l'esattezza per «funzioni di "supervisione strategica", "gestione" e "controllo", che dovranno essere in concreto assegnate agli organi aziendali o a loro componenti in coerenza con la normativa civilistica e di vigilanza»<sup>32</sup>.

Così, «La funzione di supervisione strategica si riferisce alla determinazione degli indirizzi e degli obiettivi aziendali strategici e alla verifica della loro attuazione; la funzione di gestione consiste nella conduzione dell'operatività aziendale volta a realizzare dette strategie; la funzione di controllo si sostanzia nella verifica della regolarità dell'attività di amministrazione e dell'adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili della banca»<sup>33</sup>.

L'art. 53, comma 1, T.U.B. e le Disposizioni di vigilanza fanno pertanto riferimento all'adeguatezza degli assetti organizzativi, alla gestione dei rischi ed ai controlli interni<sup>34</sup>.

*dir. comm.*, 2016, II, 423 ss. Con specifico riferimento alla concessione di credito, cfr. A. VICARI (nt. 26).

<sup>29</sup> BANCA D'ITALIA, Circ. n. 285/2013 (nt. 25), Parte I, Tit. IV, Cap. 1, Sez. I, § 1.

<sup>30</sup> BANCA D'ITALIA, Circ. n. 285/2013 (nt. 25), Parte I, Tit. IV, Cap. 1, Sez. I, § 1.

<sup>31</sup> Tale ripartizione è stata concepita per ovviare alla differenze in materia di diritto societario tra i vari Stati membri dell'U.E. Cfr., in tal senso, A. MIRONI (nt. 28), 56 s.

<sup>32</sup> BANCA D'ITALIA, Circ. n. 285/2013 (nt. 25), *ibid*.

<sup>33</sup> BANCA D'ITALIA, Circ. n. 285/2013 (nt. 25), *ibid*.

<sup>34</sup> Cfr. la precedente nt. 28. Sugli assetti adeguati per mitigare il rischio di impresa delle banche, cfr. F. VELLA, *La "qualità" del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, a cura di Calandra Bonaura, Bartolacelli, Rossi, Milano, 2014, 37 ss., 44 ss.; A. MINTO (nt. 28), 67 ss. Sull'adeguatezza dei controlli

Viene automatico il collegamento con i «principi di corretta amministrazione» di cui all'art. 2403 c.c. e con i «principi di corretta gestione (...) imprenditoriale» di cui all'art. 2497 c.c. - e, di conseguenza, alle “norme tecniche” di ordine economico-aziendale ed alle prassi consolidate in punto di efficienza organizzativa (*supra*, § 4.1.)<sup>35</sup>.

Peraltro le Disposizioni di vigilanza consentono in qualche modo di internalizzare nell'ordinamento bancario dette “norme tecniche”, in quanto fanno espresso riferimento, attribuendone un rilievo imprescindibile, alle funzioni di *risk management* e di *compliance*<sup>36</sup>.

Tali ultime funzioni coinvolgono il rischio di credito<sup>37</sup>.

È possibile traslare all'attività bancaria, con particolare riferimento all'accertamento del merito di credito, quanto detto precedentemente in tema di società di diritto comune.

Si vuol dire che l'impiego degli *alternative data* insieme alla *machine learning*, soprattutto se promosso motivatamente da amministratori che dispongano di specifiche competenze, può senz'altro rientrare nei canoni degli assetti adeguati e della corretta gestione dell'impresa bancaria, canoni che in tale ambito indossano la veste più rigida della «sana e prudente gestione».

Non solo. Volendo proiettare nel futuro prossimo un ampio impiego di queste tecnologie di AI ed immaginando un incremento standardizzato dell'affidabilità previsionale del *credit scoring* dall'80% al 93% su larga scala, gli amministratori che continuassero ad adottare modelli previsionali tradizionali rischierebbero di vedersi addebitata la responsabilità per le perdite derivanti da una maggiore “fallibilità” del 13%. Questa prospettiva trasforma un vantaggio competitivo in *compliance*<sup>38</sup>.

Certamente non è un argomento logico-giuridico corretto quello di generalizzare un singolo caso<sup>39</sup>, ma la suggestione che ne deriva si reputa

---

interni delle banche, cfr. M. LIBERTINI (nt. 15), 63 ss. Sulla nozione di controllo inteso come verifica di conformità dell'agire imprenditoriale, con specifico riferimento alle banche, cfr. P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, (nt. 15), 329 ss.

<sup>35</sup> Cfr. P. MONTALENTI (nt. 28), 2171 ss. spec. 2179. Cfr., altresì, M. LIBERTINI (nt. 15), *passim* spec. 70, secondo cui la disciplina delle banche è incentrata sull'adeguatezza dei controlli interni ed il quale A. afferma che già nel diritto societario generale l'art. 2409-*octiesdecies* c.c. è applicabile per analogia a tutte le società di grandi dimensioni.

<sup>36</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER *jr.* (nt. 15), 329, secondo cui si assiste «ad un imponente fenomeno di normativizzazione di regole aziendalistiche»; A. VICARI (nt. 26); A. MIRONE (nt. 28), 53; A.M. LUCIANO (nt. 15), 328 ss.

<sup>37</sup> Cfr. A. VICARI (nt. 26), 567 ss.

<sup>38</sup> Cfr. FSB (nt. 3), 9.

<sup>39</sup> E cfr., infatti, FSB (nt. 3), 12, secondo cui «it has not yet been proved that machine learning-based credit scoring models outperform traditional ones for assessing creditworthiness».

sufficiente per prefigurare una futura “internalizzazione” nella disciplina bancaria, quanto meno tecnica, di simili strumenti, qualora mantengano tali aspettative di *performance*.

D'altronde, anche sul versante istituzionale, soprattutto le autorità di vigilanza sembrano nel complesso incoraggiare le imprese vigilate ad impiegare l'innovazione tecnologica, pur se con prudenza<sup>40</sup>. Fra le principali ragioni del sostegno vi sono i possibili benefici per la clientela (maggior efficienza e minori costi, oltre ad una maggiore inclusione finanziaria soprattutto di chi non abbia una *credit history*) e il rischio di perdere altrimenti competitività, soprattutto rispetto alle cc.dd. *over the top* ad oggi non regolamentate (Amazon, Facebook etc.).

### 8.1. Opportunità di “aggiornare” in prospettiva la regolamentazione e le autorità di vigilanza sul sistema finanziario.

L'impiego dell'ADA quale strumento per un più efficiente esercizio di attività bancaria e, in generale, di intermediazione finanziaria, richiede alcune qui brevi riflessioni in merito alla vigilanza sul sistema finanziario.

Le imprese che producono l'ADA come *core business* svolgono un'attività meramente strumentale all'esercizio delle attività vigilate, per cui non si pongono ad oggi problematiche di riserva di attività<sup>41</sup>.

Nondimeno, ai rischi già segnalati per la società di diritto comune, tra cui quelli legati all'utilizzo tramite *outsourcing* o *in house* dell'ADA nonché quelli legati alla *privacy* (*supra*, § 5), vanno aggiunti il rischio di disintermediazione bancaria a vantaggio di soggetti non vigilati; il rischio che vi siano pochi fornitori che offrano il medesimo servizio a un numero eccessivo di soggetti vigilati, così sovraccaricando il sistema informativo; il rischio che si formino monopoli anticoncorrenziali, soprattutto da parte delle principali piattaforme di *e-commerce* o di gestori di *social network* che hanno accesso esclusivo ad una moltitudine di dati ed hanno le risorse economiche e finanziarie per “scalare” i *competitor*. Sullo sfondo e di riflesso incombono il rischio di ledere il risparmio ed il rischio sistemico, anche perché il cattivo funzionamento di tali servizi strumentali è suscettibile di implicare il cattivo esercizio delle attività vigilate e perché una eventuale disintermediazione bancaria potrebbe implicare lacune ed arbitraggi regolamentari e normativi<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Fintech in Italia* (nt. 3); C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del Fintech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Quaderni Fintech della Consob, 1 marzo 2018, in [www.consob.it](http://www.consob.it); FSB (nt. 3), 12 s.

<sup>41</sup> Cfr. C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA (nt. 40), 42.

<sup>42</sup> Cfr. C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA (nt. 40), 45 ss. spec. 65 ss.; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, 2017, in [www.bis.org](http://www.bis.org), 22 ss.; FSB (nt. 3), 1, 25 ss.

Tutte queste ragioni impongono alle banche un *surplus* di prudenza rispetto ad un'impresa di diritto comune, proprio in conformità ai principi di «sana e prudente gestione».

Si vuol dire che la banca deve comunque effettuare i controlli sul rischio di credito connessi al buon funzionamento dei sistemi di ADA, quale dovere di *compliance* <sup>43</sup>.

Riguardo alla problematica dei rischi non gestibili per sviluppi non previsti dell'AI (*supra*, § 5), ciò implica che (i) la BJR protegge gli amministratori qualora essi abbiano effettuato controlli approfonditi su tutte le fasi del processo di ADA, disponendo peraltro di personale con adeguate competenze <sup>44</sup>; (ii) qualora si propendesse per la tesi della responsabilità oggettiva, questa dovrebbe inevitabilmente includere anche la banca, pure se mera committente, quale prima responsabile dei rischi tipici del sistema bancario; (iii) di conseguenza gli assetti organizzativi e patrimoniali della banca dovrebbero "adeguarsi" a sopportare tale responsabilità.

Considerate anche le proiezioni di crescita dell'intero fenomeno del *fintech*, si condivide l'orientamento della Commissione europea che intende favorire l'aggiornamento delle autorità di vigilanza nonché il dialogo fra queste, le imprese vigilate e le imprese *fintech*, mediante «facilitatori *fintech*» (*innovation hub*, *sandbox* o *incubator*) istituiti presso le autorità di vigilanza nazionali nonché tramite istituzione di laboratori per le tecnologie finanziarie e la costituzione di un gruppo di esperti che valutino la compatibilità tra il quadro normativo regolamentare, attuale e *in fieri*, ed il progresso tecnologico <sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Cfr. FSB (nt. 3), 26 ss. anche *sub* nt. 84; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (nt. 42), 18 ss. spec. 28 ss., il quale raccomanda che «Banks should ensure they have effective IT and other risk management processes that address the risks of the new technologies and implement the effective control environments needed to properly support key innovations» e che «Banks should ensure they have appropriate processes for due diligence, risk management and ongoing monitoring of any operation outsourced to a third party, including fintech firms. Contracts should outline the responsibilities of each party, agreed service levels and audit rights. Banks should maintain controls for outsourced services to the same standard as the operations conducted within the bank itself».

<sup>44</sup> Sulla necessità di una più robusta *due diligence*, cfr. la nota precedente. Cfr., altresì, BANCA D'ITALIA, *Fintech in Italia* (nt. 3), 27; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA (nt. 40), 68, secondo cui «l'utilizzo di certificazioni sui processi, di presidi volti ad aumentare la trasparenza nei confronti di terzi soggetti (investitori, finanziatori, prenditori di fondi e autorità di vigilanza), nonché la sistematizzazione delle procedure interne, possono avere un effetto di mitigazione dei rischi reputazionali e dei rischi operativi collegati (es. rischio legale)»; SENIOR SUPERVISOR GROUP, *Algorithm Trading Briefing Note*, April 2015, in *www.newyorkfed.org*, 3 ss.

<sup>45</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, Bruxelles, 8 marzo 2018, COM(2018) 109

Si crede peraltro che la delicatezza dell'argomento, soprattutto in tema di responsabilità robotica, suggerisca di valutare l'opportunità di una copertura assicurativa e, a monte, di una copertura di ulteriori fondi di garanzia, al fine di neutralizzare rischi sistemici connessi a queste e ad altre problematiche nascenti dal progresso tecnologico <sup>46</sup>.

### 9. Gli alternative data ed il "parametro ESG".

Un discorso in parte diverso, ma sempre di ordine giuridico, deve essere svolto rispetto al rapporto fra gli *alternative data* ed il c.d. "parametro ESG" (acronimo di *Environment, Social, Governance*), che in questa sede interessa nell'accezione relativa alla sostenibilità dell'attività di un'impresa, specie delle società di una certa dimensione, rispetto alle problematiche relative all'ambiente, ai diritti umani nonché ad un'organizzazione interna «sana» (nel senso di attenzione a perseguire profitti di lungo termine ed a prevenire conflitti d'interesse, corruzione, *insider trading* ecc. all'interno della stessa) <sup>47</sup>.

La tutela dell'ambiente è divenuta ormai un tema prioritario da perseguire con urgenza e con la cooperazione di tutte le nazioni e di tutti gli organismi sovranazionali. Numerosi studi hanno dimostrato peraltro la stretta interconnessione fra la tutela dell'ambiente, il rispetto dei diritti umani e la correzione delle numerose distorsioni del capitalismo, laddove la tensione a maggiori profitti nel breve termine da parte di amministratori e soci delle più importanti società, ma anche delle PMI, possano portare a pregiudicare i primi due obiettivi <sup>48</sup>.

---

final; ESAs, *FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, 2018, in [www.europa.esma.eu](http://www.europa.esma.eu).

<sup>46</sup> Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Relazione*, (nt. 21).

<sup>47</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, Bruxelles, 8 marzo 2018, § 1, che individua i fattori ESG nell'ambito della "finanza sostenibile" e che formula questa definizione: «Per "finanza sostenibile" si intende generalmente il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine. Più precisamente, le considerazioni di ordine ambientale fanno riferimento all'attenuazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento a questi nonché in senso lato all'ambiente e ai rischi connessi, come per es. le catastrofi naturali. Le considerazioni di ordine sociale possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse, in particolare poiché i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di ineguaglianza in essere. La *governance* delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, le relazioni con i dipendenti e la retribuzione dei manager, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale» (enfasi aggiunta).

<sup>48</sup> Cfr. J.D. OSTRY, A. BERG, C.G. TSANGARIDES, *Redistribution, Inequality, and Growth*, FMI Research Department, February 2014; COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare*

E si anticipa subito che gli *alternative data* possono ricoprire un ruolo di primaria importanza anche in quest'ambito, a sua volta destinato ad una crescita esponenziale d'importanza.

Ciò in quanto l'ADA permette di oggettivare mediante *fonti esterne* all'impresa dichiarante la conformità o meno di determinate "scelte di impresa" o "scelte di investimento" rispetto al parametro ESG (*ultra*, § 13.1). Si vedrà in seguito che tale strumento può costituire un'utile guida per tutti i soggetti interessati dall'investimento sostenibile.

*Ictu oculi* la tematica ESG rientra nell'ambito della responsabilità sociale dell'impresa (o CSR) <sup>49</sup>. Tuttavia, sia a livello nazionale sia soprattutto a livello sovranazionale, per le ragioni testé esposte l'ordinamento giuridico sta conoscendo un'importante evoluzione rispetto al parametro ESG che sembra trascendere, pur includendola, la CSR.

Nell'ambito di tale evoluzione sono state stipulate importanti risoluzioni e convenzioni internazionali, tra cui si segnalano più di recente la Conferenza sul clima di Parigi del 2015 (Cop21) e la Nuova Agenda ONU per lo Sviluppo Sostenibile entro il 2030, adottata dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite nel settembre 2015 (Agenda ONU 2030).

In estrema sintesi, la Conferenza di Parigi pone l'obiettivo di ridurre il riscaldamento terrestre al di sotto dei 2°C e precisamente entro 1,5°C, rispetto all'epoca pre-industriale, entro il 2030; l'Agenda ONU 2030 pone 17 obiettivi [*Sustainable Development Goals* (SDGs)], ripartiti entro le tematiche ESG e in ulteriori 169 traguardi (*Target*), da conseguire entro il 2030 <sup>50</sup>.

---

la crescita sostenibile, (nt. 47), §1.

<sup>49</sup> Su cui cfr., *ex multis*, M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.; G. MARASÀ, *Lucro, mutualità e solidarietà nelle imprese. (Riflessioni sul pensiero di Giorgio Oppo)*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 197 ss., 212 ss.; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; AA.VV., *Guida critica alla Responsabilità sociale e al governo d'impresa*, a cura di L. Sacconi, Roma, 2005.

<sup>50</sup> In particolare, gli SDGs sono i seguenti: *Goal 1*: Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo; *Goal 2*: Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile; *Goal 3*: Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età; *Goal 4*: Fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti; *Goal 5*: Raggiungere l'uguaglianza di genere, per l'*empowerment* di tutte le donne e le ragazze; *Goal 6*: Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico sanitarie; *Goal 7*: Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni; *Goal 8*: Incentivare una crescita economica, duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti; *Goal 9*: Costruire una infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile; *Goal 10*: Ridurre le disuguaglianze all'interno e fra le Nazioni; *Goal 11*: Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili; *Goal 12*: Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo; *Goal 13*: Adottare

In attuazione di questi programmi la Commissione europea ha pubblicato la sua comunicazione «Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe»<sup>51</sup>. Sempre nell'ambito dell'Unione Europea, ed in attuazione delle citate iniziative internazionali, va posta attenzione al «Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile» entro il 2030 predisposto dalla Commissione europea nel 2018 (Piano d'Azione 2030)<sup>52</sup>.

Anche il Piano d'Azione 2030 pone obiettivi da raggiungere entro il medesimo lasso temporale ed in particolare si propone di realizzare un sistema finanziario che sostenga il programma UE per il clima e lo sviluppo sostenibile.

Per dare un riferimento alla dimensione economico-finanziaria di tali iniziative, il Piano d'Azione 2030 rileva che occorrono 180 miliardi di euro l'anno per raggiungere gli obiettivi climatici ed energetici del 2030.

D'altro canto, lo stesso Piano d'Azione 2030 evidenzia un incremento delle calamità naturali del 46% dal 2000 al 2016, con pesanti ricadute economiche (anche) su banche e assicurazioni.

Al fine di realizzare detti programmi è allora indispensabile l'impiego della ricchezza privata (oltre che ovviamente di fondi pubblici).

Soprattutto, emerge dal Piano d'Azione 2030 la necessità che lo stesso sistema finanziario, per salvaguardare la propria stabilità, canalizzi investimenti verso gli obiettivi ESG.

Si ritornerà oltre sul Piano d'Azione 2030 per sottolineare come la prossima evoluzione del diritto UE, pure nell'ambito bancario, assicurativo e finanziario, si stia impennando sul parametro ESG e, di conseguenza riflessa, promuova l'impiego di tecnologie come l'ADA.

Ma anche l'attuale quadro normativo e la prassi, come appresso si osserverà, pongono sempre più attenzione al parametro ESG, nell'ambito del c.d. *investimento socialmente responsabile* (SRI).

---

misure urgenti per combattere i cambiamenti climatici e le sue conseguenze; *Goal 14*: Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile; *Goal 15*: Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre, gestire sostenibilmente le foreste, contrastare la desertificazione, arrestare e far retrocedere il degrado del terreno, e fermare la perdita di diversità biologica; *Goal 16*: Promuovere società pacifiche e più inclusive per uno sviluppo sostenibile; offrire l'accesso alla giustizia per tutti e creare organismi efficaci, responsabili e inclusivi a tutti i livelli; *Goal 17*: Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile.

<sup>51</sup> COM(2016) 739 final, 22 novembre 2016.

<sup>52</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, (nt. 47). Cfr., già, COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015)468 final, Bruxelles 30 settembre 2015, § 3.3.

#### 10. L'investimento socialmente responsabile (SRI).

Effettivamente gli investitori privati, *retail*, professionali ed istituzionali, manifestano un interesse sempre crescente verso prodotti sostenibili ed anche verso prodotti finanziari sostenibili.

Per tutte queste ragioni la prassi ha sviluppato il c.d. *investimento socialmente responsabile* (SRI), che ha trovato conforto anche in alcune normative.

Il tema è vastissimo e meritevole di approfondimento, purtroppo qui non possibile.

Segnatamente, si può adottare la definizione formulata dall'EUROSIF (*European Social Investment Forum*), un'associazione transnazionale *no-profit* il cui scopo è promuovere il dibattito sulla sostenibilità da realizzarsi attraverso la funzione allocativa propria dei mercati finanziari.

Secondo tale definizione, «l'investimento sostenibile e responsabile (Sustainable and Responsible Investment, "SRI") è un approccio caratterizzato da un orientamento di lungo periodo che integra i fattori ambientali, sociali e di governance (Environment, social, governance, "ESG") nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli che compongono il portafoglio degli investimenti. L'approccio unisce l'analisi dei fondamentali e l'*engagement* (l'attivismo degli azionisti attraverso la partecipazione alla vita assembleare, il voto e l'implementazione di campagne di pressione, *ndr*) alla valutazione dei fattori ESG, con l'obiettivo di intercettare rendimenti a lungo termine e di offrire un beneficio alla società influenzando (positivamente, *ndr*) il comportamento delle aziende»<sup>53</sup>.

Nell'ambito del SRI si possono annoverare almeno 7 principali strategie di selezione e gestione degli investimenti: (1) esclusione di titoli dall'universo investibile (per settori produttivi e imprese che operino in maniera incompatibile con il parametro ESG); (2) azionariato attivo (utilizzare i diritti amministrativi degli azionisti per orientare una società verso il parametro ESG, in un'ottica di profitto di lungo termine); (3) *screening* normativo [selezione degli investimenti in base alla compatibilità delle imprese in portafoglio con gli standard minimi di *business practice* relativi alle normative internazionali di riferimento e poi (a) definire l'universo investibile secondo la normativa internazionale concernente gli investimenti responsabili e le tematiche ESG; (b) individuare all'interno del portafoglio le imprese che operano in contrasto con la normativa di

---

<sup>53</sup> Cfr. EUROSIF, *European SRI Study 2018*, novembre 2018, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org), 12, la cui definizione è stata tradotta come nel testo (incluse le *ndr*), da M. CAVALLITO, E. ISONIO, M. MAGGIOLARO, *La finanza etica e sostenibile in Europa*, Fondazione Finanza Etica, 14 novembre 2017, 49.

riferimento e, in alternativa, (b') effettuare un azionariato attivo; (b'') escludere il titolo dal portafoglio]; (4) integrazione ESG (inclusione esplicita e sistematica, da parte del management aziendale, dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale); (5) selezione di titoli "best-in-class" (titoli delle imprese capaci di ottenere i migliori punteggi in termini ESG all'interno del loro comparto economico); (6) investimenti a tema sostenibile (scelta di aree di investimento che sono tipicamente correlate con l'idea stessa di "sviluppo sostenibile"); (7) investimento a impatto sociale (ogni attività di investimento *for profit* che genera intenzionalmente benefici misurabili per la società <sup>54</sup>) <sup>55</sup>.

Peraltro già dal 2005 le Nazioni Unite avevano promosso i *Principles for Responsible Investment* (PRI), attraverso il coinvolgimento di una rete di investitori chiamati ad elaborare alcune linee guida per l'implementazione degli investimenti responsabili l'iniziativa lanciata nel 2005 <sup>56</sup>.

Come ammette la stessa EUROSIF, a causa della significativa mancanza di chiarezza nel perimetro dell'integrazione dei fattori ESG, è tuttora molto difficile valutare la misura con la quale poter effettivamente confrontare le strategie che rientrano nella stessa denominazione. Ci sono ancora troppe variabili sconosciute che svolgono un ruolo nell'influenzare in modo significativo le pratiche di integrazione. Il concetto di integrazione pertanto deve ancora essere fissato e la sua definizione cambia a seconda del Paese e del gestore patrimoniale <sup>57</sup>.

Si osserverà in seguito che tale incertezza persiste nonostante i progressi che l'evoluzione ordinamentale sta compiendo nell'ambito degli investimenti sostenibili e del parametro ESG (*ultra*, § 13).

Rientrano tipicamente nei SRI i *green/social/sustainable bond*, i fondi etici, le banche etiche i PRIIP, le obbligazioni di solidarietà nell'ambito del III Settore <sup>58</sup>.

---

<sup>54</sup> In questi termini, U. GRABENWARTER, H. LIECHTENSTEIN, *In Search of Gamma - An Unconventional Perspective on Impact Investing*, IESE Business School Working Paper, 25 novembre 2011, 10; M. CAVALLITO, E. ISONIO, M. MAGGIOLARO (nt. 53), 62.

<sup>55</sup> Cfr. EUROSIF (nt. 53), 16 ss.; M. CAVALLITO, E. ISONIO, M. MAGGIOLARO (nt. 53), 50 ss.

<sup>56</sup> Cfr. *United Nations-supported Principles for Responsible Investment*, in [www.unpri.org](http://www.unpri.org), che delinea 6 PRI: (1) incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti; (2) essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato; (3) esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento; (4) promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi nell'industria finanziaria; (5) collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi; (6) rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi.

<sup>57</sup> Cfr. EUROSIF (nt. 53), 74; M. CAVALLITO, E. ISONIO, M. MAGGIOLARO (nt. 53), 59.

<sup>58</sup> Per una descrizione compiuta cfr. A. GENOVESE, Intervento al Ciclo di audizioni informali sulla Risoluzione n. 7-01191 Fregolent "Interventi in materia fiscale, assicurativa e finanziaria sulle tematiche ambientali", e relativa Scheda tecnica, entrambi reperibili sul sito

### 10.1. I green/social/sustainable bond.

Come contemplati dai *Green Bond Principles*<sup>59</sup>, i *green bond*<sup>60</sup> sono titoli che richiedono trasparenza e *disclosure* informativa da parte degli emittenti.

In particolare, i GBP regolano quattro aspetti fondamentali del processo di emissione e di investimento: (a) l'utilizzo dei proventi per progetti ambientali, che vengono definiti esemplificativamente nelle linee guida e la descrizione degli stessi nella documentazione relativa al titolo emesso; (b) il processo per la valutazione e la selezione dei progetti da parte dell'emittente; (c) la gestione dei proventi (in termini di rendicontazione separate dei proventi netti derivanti dalle obbligazioni *green*); (d) l'attività di *reporting*, attraverso l'aggiornamento annuale sull'uso dei proventi e sui progetti ambientali finanziati.

I GBP raccomandano, inoltre, il ricorso a un revisore esterno, dotato di caratteristiche determinate, che verifichi la conformità dei *green bond* ai principi espressi dalle linee guida. Detta attività può concernere la parte progettuale legata all'emissione ovvero, con una "*Second opinion*", una verifica *ex post* di allineamento dello strumento agli *standard*. È prevista, altresì, la possibilità di chiedere al revisore una certificazione dello strumento emesso nonché l'assegnazione di un *rating* ESG.

Principi corrispondenti sono previsti altresì per i *social bond*, che hanno ad oggetto investimenti in ambito sociale ed i *sustainable bond*, che hanno ad oggetto investimenti in progetti misti sotto il profilo ambientale e sociale.

### 10.2. I fondi etici o socialmente responsabili.

Il SRI include le quote di fondi etici. In relazione a tali prodotti, a differenza di ciò che avviene per i *green bond*, si rinvencono riferimenti normativi, anche nella disciplina (nazionale ed europea) in materia di risparmio gestito.

Riguardo all'offerta al pubblico di prodotti finanziari ed alla stipulazione di contratti afferenti la prestazione di servizi di investimento, la l. n. 262/3005 sulla tutela del risparmio ha inserito nel d.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.) l'art. 117-*ter* che delega la Consob a regolamentare la finanza etica

---

[www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>59</sup> I GBP sono linee guida elaborate dall'ICMA (*International Capital Market Association*), un'associazione privata internazionale cui aderiscono soggetti a vario titolo coinvolti nell'emissione, commercializzazione e scambio di obbligazioni.

<sup>60</sup> Cfr. M. CAVALLITO, E. ISONIO, M. MAGGIOLARO (nt. 53), 61.

e sostenibile nella disciplina generale dell'intermediazione finanziaria.

A tal fine, e da ultimo, il Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 20307 del 5 maggio 2018 (Regolamento intermediari) ha previsto un apposito Libro X, intitolato «Disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile».

In tale contesto, gli artt. 136 e 137 regolamentano rispettivamente (i) specifici obblighi informativi - obblighi di trasparenza - nella documentazione d'offerta (prospetto e contratti) relativa a prodotti (quote/azioni di fondi comuni di investimento mobiliare/Sicav) e ai servizi finanziari qualificati come "etici" o "socialmente responsabili", nonché (ii) specifici obblighi di rendicontazione circa l'effettiva destinazione per iniziative di carattere sociale/ambientale dei proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura.

Non esistono tuttavia disposizioni di legge che regolamentino la denominazione ambientale dei fondi o dei gestori (SGR) o che vincolino le politiche di investimento di tali fondi verso progetti realmente sostenibili. Il ruolo di presidio è lasciato, anche in questo caso, come per i *green bond*, all'autoregolamentazione.

#### 10.2.1. Le linee-guida EUROSIF.

In tal senso, EUROSIF ha pubblicato nel 2004 delle "Linee guida per la trasparenza dei fondi di investimento *retail* socialmente responsabili" a cui i gestori possono aderire su base volontaria.

Tali Linee Guida sono finalizzate a (i) individuare gli obiettivi da esprimersi in termini di responsabilità sociale del fondo; (ii) descrivere il processo di ricerca degli investimenti, anche in termini di eleggibilità degli *asset*; (iii) valutare e implementare tale processo.

Il processo di ricerca e valutazione degli investimenti è, altresì, presidiato da un'analisi quanti/qualitativa che prende il nome di "*rating ESG*"<sup>61</sup>.

#### 10.2.2. I fondi EuSEF.

Altri prodotti di risparmio sostenibile sono le quote di fondi EuSEF, disciplinati dal Regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento e del

---

<sup>61</sup> Cfr., tuttavia, A. GENOVESE (nt. 58), 6, ove si evidenzia che «L'adesione alle richiamate Linee Guida è tuttavia poco diffusa. I dati CONSOB più aggiornati consegnano poche unità di SGR etiche italiane aderenti su circa 165 SGR abilitate, per complessivi 10 fondi etici attivati su circa 1800 attivi. Peraltro, al momento, soltanto un soggetto abilitato iscritto all'Albo tenuto da Bdi ai sensi dell'art. 35 del Tuf (SGR) ha una politica di selezione degli investimenti "esclusivamente" orientata a temi ambientali ed etici (in quanto gestisce solo "fondi cd. etici"), in aderenza ai criteri EUROSIF».

Consiglio, relativo ai fondi per l'imprenditoria sociale.

Per qualificarsi "Fondo EuSEF" almeno il 70% della raccolta deve essere investita in "imprese sociali", attive in numerosi ambiti ESG. Occorre adottare procedure che permettano di misurare l'impatto sociale dell'investimento. Sono previsti poi puntuali obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori (art. 14, Regolamento citato) e di rendicontazione dell'attività verso l'autorità di vigilanza competente (art. 13, Regolamento citato).

### 10.3. La banca "etica" nel Testo Unico Bancario.

La legge di bilancio n. 252 del 11 dicembre 2016 ha introdotto nel Testo Unico Bancario l'art. 111-*bis*, rubricato «Finanza etica e sostenibile».

Trattasi di una disposizione di notevole importanza sistematica, poiché è stata la prima in Europa a definire i requisiti delle banche etiche e sostenibili, che permettono di beneficiare di agevolazioni.

In particolare, interessano qui i seguenti requisiti:

«a) valutano i finanziamenti erogati a persone giuridiche secondo standard di rating etico internazionalmente riconosciuti, con particolare attenzione all'impatto sociale e ambientale;

b) danno evidenza pubblica, almeno annualmente, anche via web, dei finanziamenti erogati di cui alla lettera a), tenuto conto delle vigenti normative a tutela della riservatezza dei dati personali;

f) adottano politiche retributive tese a contenere al massimo la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca, il cui rapporto comunque non può superare il valore di 5».

I requisiti di cui *sub a)* e *b)* attengono all'impiego di criteri in base ai quali i finanziamenti erogati sono classificabili come etici ed in particolare ad impatto sociale ed ambientale nonché al *reporting* in merito ai finanziamenti di tal genere effettuati.

Il requisito di cui alla lettera *f)* introduce un espresso parametro quantitativo di uno dei fattori rientranti nel parametro ESG, ed in particolare in quello della *governance*.

### 10.4. I PRIIP ad obiettivo ambientale o sociale.

Nel Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i PRIIP, ossia i prodotti pre-assemblati aventi scopo finanziario-assicurativo destinati a investitori al dettaglio, l'art. 8 impone di inserire in una Sezione del KID (*Key Information Document* di un PRIIP), ove applicabile, «gli obiettivi ambientali o sociali specifici cui mira il prodotto» (para. 3), e

conferisce alla Commissione europea il potere di adottare atti delegati che specificano i dettagli delle procedure utilizzate per stabilire se un PRIIP mira ai predetti specifici obiettivi (para. 4).

#### *10.5. I «titoli di solidarietà» nella disciplina del Terzo Settore.*

Possono essere annoverati nell'ambito del SRI anche i titoli di solidarietà previsti dal d. lgs. n. 117 del 3 luglio 2017 (Codice del Terzo Settore).

Il Codice, prevede nuove forme di finanziamento agevolato in favore di determinati soggetti che si occupano di tematiche «di interesse generale» (art. 5) includenti quelle ESG, puntando però anche a presidiare l'effettiva destinazione del finanziamento allo scopo per il quale la provvista è stata domandata e raccolta.

L'art. 77 del citato Codice prevede che, al fine di favorire il finanziamento e il sostegno delle attività svolte da Enti del terzo settore cc.dd. non commerciali (ex art. 79, co. 5 del Codice), gli istituti di credito autorizzati ad operare in Italia possano emettere specifici "titoli di solidarietà" sui quali gli emittenti non applicano le commissioni di collocamento e non versano il contributo di vigilanza alla CONSOB. Tali titoli sono soggetti a un dettagliato regime speciale e a significative agevolazioni fiscali anche per i sottoscrittori.

#### *11. La disciplina delle informazioni a carattere non finanziario.*

Altra importante novità legislativa che in qualche modo è attenta al SRI ed al parametro ESG <sup>62</sup> è la disciplina della comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (soprattutto ai fini del c.d. parametro ESG), che ora si applica agli «enti di interesse pubblico» e ai gruppi di grandi dimensioni ai sensi del d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della direttiva 2014/95/UE <sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)*, (2017/C 215/01), § 1, secondo cui «Gli obblighi di informativa derivanti dalla Direttiva [2014/95/UE, n.d.r.] forniscono un contributo importante agli obiettivi di sviluppo sostenibile, ad esempio all'obiettivo n. 12 «Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo» e all'obiettivo n. 5 «Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze» [*supra*, § 9, n.d.r.]» e secondo cui i medesimi obblighi di informativa «contribuiscono altresì all'attuazione dell'accordo di Parigi sul clima, in particolare si prevede che una maggiore trasparenza porti a flussi finanziari più coerenti con un percorso verso ridotte emissioni di gas a effetto serra e uno sviluppo resistente ai cambiamenti climatici».

<sup>63</sup> La disciplina si applica agli Enti di Interesse Pubblico Rilevanti (cd. EIPR), ovvero le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi a negoziazione in un mercato

Il d.lgs. n. 254/2016 impone a soggetti menzionati di redigere e pubblicare, per ogni esercizio finanziario, una dichiarazione (anche a carattere consolidato) che copra i temi ESG nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e degli impatti dalla stessa prodotti. Le informazioni sono selezionate applicando le metodologie e i principi dello *standard* di rendicontazione adottato dall'impresa.

In punto di vigilanza, la Consob è preposta ad emanare le norme di dettaglio, a vigilare sul rispetto della disciplina, a sanzionare le eventuali violazioni e a ripristinare correttezza e completezza delle informazioni, ordinando la pubblicazione delle necessarie modifiche e integrazioni <sup>64</sup>.

Il D.lgs. 254/2016 dispone che l'EIPR che non adotti specifiche politiche in relazione a una tematica socio-ambientale ritenuta rilevante, debba indicare in base al principio del *comply or explain* le ragioni di tale scelta in modo chiaro e articolato.

Tale disciplina può essere d'ausilio per un miglior funzionamento degli strumenti di SRI descritti nei precedenti paragrafi.

## 12. Il Piano d'Azione 2030.

In una prospettiva evolutiva, si è precedentemente accennato al Piano d'Azione 2030 che intende canalizzare risorse finanziarie, attualmente mancanti, attraverso il sistema finanziario per realizzare gli obiettivi di sostenibilità del 2030 (*supra*, § 9).

Lo stesso Piano d'Azione sottolinea come detta mancanza di risorse finanziarie dipenda, tra l'altro, dall'assenza di chiarezza su quali siano i fattori ESG, dalla scarsa considerazione che le imprese operanti nel sistema finanziario hanno per le tematiche ESG, dalla scarsa trasparenza delle comunicazioni e dei report non finanziari nonché dagli ostacoli che le imprese hanno in genere a perseguire obiettivi di lungo termine.

Per tali ragioni il Piano d'Azione 2030 mira a (i) riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva; (ii) gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali; (iii) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.

---

regolamentato italiano o dell'UE, banche, assicurazioni e imprese di riassicurazione che superino alcuni limiti dimensionali (di personale e di stato patrimoniale/ricavi netti). A questi si possono aggiungere i soggetti che volontariamente si sottopongono alla disciplina. In dottrina, su tale argomento posto in connessione con la CSR, cfr. ANGELICI (nt. 49).

<sup>64</sup> Cfr. CONSOB, *Regolamento sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*, Del. n. 20267 del 18 gennaio 2018.

In particolare, il Piano d’Azione 2030 propone:

- per l’obiettivo di cui *sub (i)*: (Azione 1) istituire un sistema unificato a livello dell’UE di classificazione delle attività sostenibili; (Azione 2) creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili; (Azione 3) promuovere gli investimenti in progetti sostenibili; (Azione 4) integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria; (Azione 5) elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità;

- per l’obiettivo di cui *sub (ii)*: (Azione 6) integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato; (Azione 7) chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività; (Azione 8) integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali;

- per l’obiettivo di cui *sub (iii)*: (Azione 9) rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile; (Azione 10) promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali.

Nell’ambito delle menzionate Azioni, si segnalano più in dettaglio: la proposta di individuare gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività in merito agli aspetti attinenti alla sostenibilità nel loro processo decisionale sugli investimenti, anche in termini di maggiore trasparenza rispetto agli investitori finali; la proposta di modificare la disciplina dei requisiti prudenziali di banche ed assicurazioni nel senso di attribuire una valutazione di minor rischiosità, *ceteris paribus*, per gli investimenti compatibili con gli obiettivi vari del 2030 e quindi con il parametro ESG; la proposta di una maggiore standardizzazione delle comunicazioni di carattere non finanziario; l’eventualità di imporre ai consigli di amministrazione di elaborare e divulgare una strategia in materia di sostenibilità, compresa una *due diligence* lungo l’intera catena di approvvigionamento.

### 13. *Necessità di quantificare e verificare la veridicità del parametro ESG.*

Quanto descritto nei precedenti paragrafi dimostra che si sta creando una “moneta verde” o comunque una sorta di *blended value* che aggiunge il rispetto dei parametri ESG ai tradizionali valori economico-finanziari connessi al rapporto rischio(di credito/di investimento)-rendimento degli investimenti finanziari.

Per quantificare detto *blended value* occorrono indici di riferimento nella formazione del prezzo degli strumenti finanziari e di altre attività pertinenti nell’ambito del sistema finanziario, al fine di tracciare e misurare le prestazioni e assegnare le attività.

Nondimeno, come osservato dallo stesso Piano d’Azione 2030, «Gli indici di riferimento tradizionali riflettono lo status quo e le relative

metodologie e pertanto riflettono gli obiettivi di sostenibilità solo in misura limitata. In quanto tali essi non sono adeguati per misurare la prestazione degli investimenti sostenibili. In risposta i fornitori di indici stanno elaborando indici di riferimento ESG per cogliere gli obiettivi di sostenibilità ma l'assenza di trasparenza riguardo alle loro metodologie ne ha inficiato l'affidabilità. Per ridurre il rischio di "greenwashing" è necessario disporre di metodologie di indici sostenibili più trasparenti e affidabili»<sup>65</sup>.

Tali incertezze erano già state segnalate dall'EUROSIF (*supra*, § 13) ed in altri contesti normativi o comunque di rilievo.

Ad esempio il «considerando» n. (19) del Regolamento (UE) n. 1286/2014 sui PRIIP, osserva che «le informazioni sui risultati in termini sociali o ambientali che si prefiggono gli ideatori dei PRIIP possono essere difficili da raffrontare o addirittura assenti» e che anche nell'ambito di applicazione del regolamento (UE) n. 346/2013 sull'imprenditoria sociale del Parlamento europeo e del Consiglio «allo stato non esistono criteri definiti né una procedura formale per verificare *in modo oggettivo* tali criteri per la sostenibilità ambientale o sociale» (*supra*, §§ 10.2.2. e 10.4.)<sup>66</sup>.

In attuazione del Piano d'Azione 2030 si segnalano la «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili»<sup>67</sup> e la «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341»<sup>68</sup>.

Al riguardo, tali proposte muovono nel senso di individuare e standardizzare sia i criteri e gli indici di riferimento della sostenibilità, soprattutto ambientale, degli investimenti sia le comunicazioni e le informazioni in merito alla sostenibilità degli investimenti.

Ciò nondimeno ad oggi persiste, si crede, il problema relativo all'autoreferenzialità delle dichiarazioni e delle fonti primarie da cui si elaborano detti indici di riferimento.

### 13.1. Un possibile rimedio attraverso gli alternative data.

Un contributo alla soluzione efficace di questo problema può rinvenirsi proprio negli *alternative data*.

Si è anticipato come l'ADA permetta in qualche modo di oggettivare mediante fonti esterne all'impresa dichiarante la conformità o

---

<sup>65</sup> § 2.5.

<sup>66</sup> Enfasi aggiunta.

<sup>67</sup> COMMISSIONE EUROPEA, COM(2018) 353 final, Bruxelles, 24 maggio 2018.

<sup>68</sup> COMMISSIONE EUROPEA, COM(2018) 354 final, Bruxelles, 24 maggio 2018.

meno di determinate “scelte di impresa” o “scelte di investimento” rispetto al parametro ESG (*supra*, § 9).

Ciò accade in quanto il DPV può in primo luogo individuare i *topic* più discussi fra le specifiche tematiche ESG che destano maggiore interesse o suscitano concreti problemi. In secondo luogo, associando i *topic* a determinate *entity* è possibile individuare i *sentiment* (positivi, neutri, negativi) connessi a condotte delle imprese (ma anche di istituzioni, Stati, autorità politiche) che incidono sui fattori ESG <sup>69</sup>.

Anche in questo caso va precisato che è opportuno per ora affiancare l'ADA ai sistemi tradizionali di informazione nonché eventualmente ai parametri che elaborerà la normativa di attuazione del Piano d'Azione 2030.

Ad ogni modo, una corrispondenza, e persino un'integrazione, fra le DNF e positivi *sentiment* in merito a determinate iniziative imprenditoriali rispetto al parametro ESG andrebbero di certo valutate positivamente dalla stessa impresa, dagli investitori (istituzionali e non) nonché dalle medesime autorità e istituzioni deputate alla vigilanza.

Potrebbe invece costituire quanto meno un campanello d'allarme – sempre per gli stessi soggetti testé menzionati – il rilevamento di *topic* con *sentiment* negativo in merito ad un'*entity* rispetto a tematiche ESG, soprattutto se ciò contrastasse con NDI della stessa *entity*, di vario genere e contesto.

Notevoli margini per l'impiego dell'evoluzione tecnologica si scorgono anche nell'ambito della *quantificazione dell'impatto sociale* di una o più iniziative economiche. Non è invero agevole determinare una metrica per stabilire in termini quantitativi i risultati, attesi o prodotti, in termini di sostenibilità.

Il metodo più noto è denominato “SROI”, acronimo di *social return on investment*, il quale misura il cambiamento creato da persone o da organizzazioni, quantificando, in base a valori monetari, i risultati sociali, ambientali ed economici realizzati (*outcome*) che coinvolgono determinati soggetti (*stakeholders*). In tal modo è possibile calcolare benefici e costi dell'impatto sociale <sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> Cfr. FINSCIENCE, GENOA CENTER FOR LAW AND FINANCE (nt. 2).

<sup>70</sup> Cfr. THE SROI NETWORK, HUMAN FOUNDATION, *SROI. Guida al Ritorno Sociale sull'Investimento*, agg. 2012 ; C. GONNELLA, S. CERLENCO, *La finanza ad impatto sociale*, Quaderni per la Fondazione, Roma, 2016, 54 s. Lo SROI è ripartito in sei fasi, in cui (i) si delimita il campo di analisi e si individuano i soggetti interessati dal progetto (*stakeholder*); (ii) vengono mappati gli *outcome*, identificando e dando un valore agli input nonché chiarendo gli output e quindi descrivendo gli *outcome*; (iii) si evidenziano gli *outcome* e si assegna loro un valore; (iv) si definisce l'impatto; (v) si calcola il ritorno degli investimenti e infine (vi) si rende conto ai portatori di interesse dei risultati conseguiti.

Ora, in almeno alcune delle fasi in cui si costruisce lo SROI, si crede non peregrina l'eventualità di impiegare l'AI e gli *alternative data* per rafforzare l'efficacia dello SROI. Ciò potrebbe avvenire (a) per l'individuazione degli *stakeholder*, che potrebbe essere effettuata mediante l'analisi dei dati e dei *sentiment* che possono accomunare un determinato gruppo di persone e/o organizzazioni rispetto a determinate tematiche; (b) per connettere soprattutto l'*outcome* di un determinato investimento con altre attività o circostanze agevolmente monetizzabili e paragonabili all'*outcome*; (c) per rendere conto in maniera oggettiva dei risultati conseguiti.

#### 14. I benefici degli *alternative data* nel sistema finanziario.

In buona sostanza, gli *alternative data* contribuiscono ad individuare le eventuali "scelte" - "d'impresa" e/o "di investimento" - da effettuare e consentono di rendere più attendibili o comunque vagliabili le dichiarazioni non finanziarie delle società.

E proprio prendendo spunto dalla disciplina delle DNF [art. 3 D.lgs. n. 254/2016; (*supra*, § 11)], si può affermare che anche in quest'ambito gli *alternative data* possono contribuire ad una *corretta* gestione imprenditoriale, rendendo *adeguati* gli assetti societari soprattutto per quanto concerne la mappatura e la gestione dei rischi (*supra*, § 4.1.) connessi al parametro ESG.

I vantaggi sono numerosi e a beneficio di diversi protagonisti del sistema finanziario.

(a) Le imprese che perseguono direttamente politiche ESG, anche *for profit*, possono verificare quali sono i temi ESG legati all'attività esercitata più sensibili e quali *sentiment* suscitino le proprie iniziative nell'ambito di tali politiche.

Un'attenta conferma attraverso l'ADA del rispetto dei parametri ESG in determinati contesti particolarmente sensibili può inoltre attrarre gli investitori istituzionali che siano a loro volta attenti ai SRI <sup>71</sup>.

(b) Le banche, le assicurazioni nonché le imprese e i fondi di investimento hanno interesse ad utilizzare l'ADA a fini ESG innanzi tutto per le stesse ragioni di efficienza testé menzionate per le imprese di diritto comune. Va aggiunto però che la particolare sensibilità mostrata dagli

---

<sup>71</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*, (nt. 62), § 1, secondo cui «Una comunicazione di informazioni di carattere non finanziario adeguata rappresenta un elemento essenziale per consentire un finanziamento sostenibile».

investitori verso i fattori ESG incentiva ulteriormente la spinta “egoistica” verso la sostenibilità delle imprese regolamentate, quali intermediari della circolazione della ricchezza liquida.

Per tale ultima ragione, gli stessi “intermediari” hanno inoltre interesse ad utilizzare l’ADA per controllare direttamente la sostenibilità degli investimenti conformi al parametro ESG, che offrono nei rispettivi mercati di appartenenza.

E, specularmente a quanto detto per le imprese di diritto comune, anche l’utilizzo dell’ADA da parte di tali ultime imprese agevola gli “intermediari” ad indirizzare verso di loro gli investimenti e i finanziamenti conformi ai parametri ESG.

(c) Ma anche le stesse autorità di vigilanza sui mercati finanziari ed assicurativi possono e, si crede, devono beneficiare della tecnologia degli *alternative data* per svolgere al meglio la loro attività.

Si vuol dire, in primo luogo, che le autorità debbano operare “a parità di armi” rispetto alle imprese controllate.

Ed in secondo luogo, con specifico riferimento alle tematiche ESG, le autorità potrebbero utilizzare l’ADA proprio per verificare in concreto la conformità degli investimenti dichiarati ai parametri ESG.

Sul punto va rimarcato che il Piano d’Azione 2030 contempla diffusamente l’interconnessione fra gli obiettivi ESG del 2030 e la *stabilità* dei mercati finanziari.

Non solo. Chiare spie normative – tra cui i plurimi espressi riferimenti nel Piano d’Azione 2030, anche riguardo alla consulenza agli investitori, e i poteri conferiti alla Consob in tema di DNF – indicano che le informazioni, soprattutto degli intermediari, circa la conformità della propria attività e degli investimenti ai parametri ESG, rilevano altresì sotto il profilo della *trasparenza* dei mercati finanziari. L’adeguatezza e l’appropriatezza di un investimento rispetto al profilo dell’investitore ricomprende di certo anche la sua volontà (o meno) di effettuare un investimento sostenibile.

E d’altronde se una falsa dichiarazione di conformità al parametro ESG dovesse risultare determinante nella decisione positiva di un investitore fuorviato ad investire, ciò è suscettibile di configurare altresì una pratica commerciale scorretta, interessando altresì il profilo della *concorrenza*<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> A conferma di ciò cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, COM(2018) 353 final, Bruxelles, 24 maggio 2018, «considerando» n. (9), ove si fa riferimento al *greenwashing* e si afferma espressamente che «Questa pratica consiste nell’ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà non soddisfa gli standard ambientali di

Riprendendo il punto di vista degli intermediari finanziari e delle imprese di diritto comune, potrebbe persino immaginarsi un impiego da parte loro dell'ADA per verificare e, se del caso, denunciare alle componenti autorità, una scorretta dichiarazione di conformità a parametri ESG da parte di un *competitor*.

15. Efficienza come minimo comune denominatore delle diverse implicazioni giuridiche trattate.

Al termine di questa indagine "trasversale" su alcune implicazioni giuridiche connesse all'uso degli *alternative data*, si constata che l'efficienza è il valore positivo che accomuna tutte le problematiche esaminate.

D'altra parte il corretto impiego dell'evoluzione tecnologica nelle dinamiche d'impresa non può che comportare un miglioramento per il benessere collettivo.

Certamente ad un criterio di efficienza corrisponde la "scelta d'impresa", corredata da adeguati assetti organizzativi, di non ricorrere a procedimenti liquidatori a seguito del "Dieselgate" in virtù di una positiva prognosi fornita dall'ADA <sup>73</sup>.

Eguale in termini di efficienza deve valutarsi la "scelta" di utilizzare l'AI per il *credit scoring*. Ciò è evidenziato dal risultato concreto (+13%), ma anche dal maggior numero di imprese "bancabili", peraltro superiore nettamente al numero di imprese "non più bancabili". Anche quest'ultimo dato costituisce un serio indizio positivo riguardo all'opportunità di utilizzare tale innovazione tecnologica nell'ambito dell'attività bancaria, seppur con una peculiare prudenza richiesta dalla tutela del risparmio.

Ma pure riguardo all'impiego degli *alternative data* ai fini del parametro ESG, l'interesse degli stessi mercati finanziari a canalizzare risorse liquide per perseguire gli obiettivi ONU del 2030 porta a far convergere la stabilità con l'efficienza, a sua volta riscontrabile anche all'interno dei profili di trasparenza e concorrenza che sono stati rappresentati e che valgono anche per tutti i soggetti interessati (banche, fondi, imprese finanziate, investitori anche *retail*).

E d'altronde anche ragionando in termini di CSR, il contesto descritto nell'ultima parte del lavoro conferma l'idea secondo cui trovare il punto di equilibrio migliore degli interessi coinvolti diviene un

---

base» (enfasi aggiunta).

<sup>73</sup> Efficace al riguardo è la sintesi operata dal disposto dell'art. 4, comma 2, lett. b), della legge delega n. 366/2001, che indica tra i criteri direttivi da seguire per la riforma del diritto societario del 2003, la previsione «di un *assetto organizzativo* idoneo a promuovere l'efficienza e la correttezza della gestione dell'impresa sociale» (corsivi aggiunti).

fondamentale criterio di efficienza produttiva <sup>74</sup>.

L'estrema delicatezza ed importanza dei temi trattati implica di certo un aggiornamento anche delle regole di vigilanza e dei poteri e, soprattutto, delle competenze delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari oltre che delle principali istituzioni nazionali e sovranazionali.

I controllori devono in effetti operare "a parità di armi" rispetto alle imprese controllate ed inoltre spinte egoistiche verso profitti di breve termine devono essere contenute in favore di soluzioni più lungimiranti e, nel complesso, più efficienti.

---

<sup>74</sup> Cfr. M. LIBERTINI (nt. 49), 23 ss. Cfr., altresì, ANGELICI (nt. 49), 10 ss. spec 19, secondo cui compete agli amministratori di una s.p.a., specie se quotata, la scelta gestoria di perseguire obiettivi ESG e di renderne edotto il pubblico, al fine di raggiungere efficienze di lungo termine strettamente connesse al perseguimento di tali obiettivi nonché efficienze di breve termine correlate ai conseguenti benefici reputazionali.