

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

V. PONTOLILLO - A. TANTAZZI - T. CARTONE

**“LA DIFFUSIONE
DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE:
IMPLICAZIONI PER GLI ASSETTI
ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI
E DEI MERCATI”**

Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su:
“L'attività bancaria nel nuovo contesto concorrenziale e tecnologico”
S. Marco - Perugia, 17 Marzo 2001

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Dott. VINCENZO PONTOLILLO,
Direttore Centrale della Banca d'Italia

1. Premessa

La rapidità e la dimensione sovranazionale dei cambiamenti sono gli elementi che hanno contraddistinto l'evoluzione dell'assetto e del funzionamento dei mercati finanziari negli ultimi anni. Molti sono i fattori che concorrono a ridisegnarne la struttura e ad accelerare i mutamenti in atto.

La globalizzazione della finanza, l'allocazione internazionale del risparmio e, soprattutto, i progressi nella tecnologia delle telecomunicazioni hanno favorito lo sviluppo di intermediari in grado di operare contemporaneamente su più piazze finanziarie, configurando i mercati nazionali come segmenti di un unico mercato globale.

Le politiche di liberalizzazione e la disponibilità di nuove tecnologie per la diffusione e la gestione dell'informazione hanno eliminato le barriere tra i paesi, determinato una crescente standardizzazione degli strumenti e delle regole operative, oltre che mutamenti nei rapporti tra gli intermediari finanziari e tra questi e la loro clientela. A tali fattori si è aggiunta, in Europa, l'introduzione della moneta unica che, rimuovendo il rischio di cambio tra i diversi paesi dell'area, ha creato i presupposti per una sempre più ampia integrazione dei mercati nazionali.

La letteratura conferma l'esistenza di una relazione positiva tra lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescita economica. Nel lungo periodo la diffusione dell'*electronic finance* migliora l'intermediazione attraverso la riduzione dei costi, l'introduzione di nuovi strumenti, l'affinamento

delle tecniche di gestione dei rischi. La rapidità del cambiamento in atto solleva nel breve periodo nuovi problemi in termini di normative applicabili, regole da implementare, peculiarità dei rischi da monitorare con un'opportuna presenza delle Autorità di supervisione.

Nel mio intervento, dopo aver brevemente descritto i principali fattori del cambiamento in corso, mi soffermerò sul ruolo che la diffusione della contrattazione elettronica ha avuto sulla recente configurazione dei mercati; sottolineerò le principali implicazioni del nuovo scenario competitivo per la piazza finanziaria italiana, evidenziando in particolare le sfide che i mercati e le strutture di supporto si trovano ad affrontare.

2. Il contesto di riferimento

Nell'ultimo decennio, notevole è stata l'espansione in tutti i paesi industrializzati del volume delle attività finanziarie, cresciute più dell'economia reale; a giugno 2000 la consistenza delle obbligazioni nei paesi del G7 si è stabilizzata su valori vicini al 140 per cento del PIL; a fine anno la capitalizzazione delle borse era pari al 110 per cento del prodotto rispetto al 40 per cento dei primi anni Novanta.

La disponibilità a costi decrescenti di nuove tecnologie nelle telecomunicazioni e nel trattamento delle informazioni ha determinato una vera e propria rivoluzione nelle tecniche operative e negli strumenti di investimento del risparmio. Sono cresciuti le tipologie di prodotti finanziari e, soprattutto, i volumi negoziati sui mercati.

Tra il 1995 e il 2000, l'ammontare dei valori scambiati nelle principali borse mondiali è quadruplicato (Tav. 1). Sul mercato azionario americano l'incremento annuo degli scambi si è situato intorno al 30 per cento, interessando un numero molto ampio di titoli quotati: nel 1999 sui primi 10 titoli del NYSE si è concentrato in media il 22 per cento delle contrattazioni (0,5 per cento sul Nasdaq).

In Europa, dopo la crescita registrata nei primi anni Novanta, i volumi tra il 1995 e il 2000 sono continuati ad aumentare a un tasso annuo di poco inferiore al 40 per cento. Elevata rimane la concentrazione degli scambi sui titoli a maggiore capitalizzazione; sui primi 10 si è concentrata la metà delle contrattazioni.

Le negoziazioni in derivati sui mercati regolamentati mondiali mostrano, negli ultimi anni, una dinamica più contenuta: a giugno 2000 il valore nozionale scambiato sui contratti *futures* è stato pari a 8.600 miliardi di dollari;

quello relativo alle opzioni si è attestato a 5.100 miliardi di dollari. Per contro, continua la crescita sul mercato *over the counter* dove a giugno 2000 il nozionale scambiato è salito a 94.000 miliardi di dollari.

In Italia si riscontra un andamento analogo. Il peso delle attività finanziarie tra il 1995 e il terzo trimestre del 2000 è cresciuto da 4 a 7 volte il PIL; l'incremento più rilevante si è avuto nel comparto delle azioni, la cui quota sul totale delle attività finanziarie è raddoppiata nel periodo considerato (Tav. 2). La capitalizzazione di borsa, tra il 1995 e il 2000, è passata dal 18 al 70 per cento del PIL; il volume annuo degli scambi è aumentato da 73 a 870 miliardi di euro (con una media giornaliera salita da 290 a 3.420 milioni). Rimane contenuto il numero delle società quotate sul mercato italiano: 297 a fine 2000, comprese quelle del Nuovo Mercato, contro le 254 nel 1995.

Più di recente ha preso avvio una graduale ma decisa diversificazione internazionale dei portafogli finanziari con un aumento del ricorso a investitori istituzionali professionalmente dedicati alla gestione del risparmio. Le attività estere in mano ai residenti, sia direttamente sia attraverso fondi, sono cresciute tra il 1995 e il terzo trimestre del 2000 dal 9 al 17 per cento del totale. La ricchezza finanziaria detenuta sotto forma di fondi comuni è passata dai 127.000 miliardi di lire nel 1995 a più di 1.100.000 miliardi nel terzo trimestre del 2000; la quota gestita da organismi esteri risulta di poco inferiore al 20 per cento. A fine 2000 i titoli esteri costituivano più del 50 per cento degli investimenti complessivi dei fondi comuni italiani.

3. Dalla contrattazione “alle grida” a quella “elettronica”

A livello mondiale la rapida crescita dell'*e-finance* sembra essere il tratto distintivo dell'evoluzione che sta caratterizzando l'assetto e il funzionamento dei mercati finanziari.

Il passaggio alla contrattazione elettronica e la diffusione di *internet*, come modalità di comunicazione tra i soggetti che direttamente o indirettamente partecipano ai mercati, stanno accelerando il processo di integrazione finanziaria. Aumentano sia il numero degli intermediari che si collegano direttamente a mercati localizzati in un paese diverso da quello di appartenenza (“accesso remoto”), sia gli accordi tra società di gestione dei mercati finalizzati a permettere ai loro aderenti di operare contestualmente sui diversi circuiti di negoziazione (“*cross membership*”). Alla competizione tra intermediari si affianca quella tra i diversi circuiti di negoziazione e tra strutture di supporto ai mercati.

I prodromi della contrattazione elettronica possono farsi risalire agli anni Ottanta con la diffusione di circuiti di informazione finanziaria in tempo reale su cui inserire prezzi in acquisto e vendita delle diverse attività e l'utilizzo di reti telematiche per la conferma delle operazioni eseguite. Il successivo impiego per l'esecuzione delle negoziazioni è avvenuto gradualmente: in primo luogo nel mercato dei cambi, caratterizzato da una forte globalizzazione dell'attività e standardizzazione dei prodotti; è stato poi esteso rapidamente ai mercati azionari *cash* e derivati. Solo recentemente, l'utilizzo della contrattazione elettronica ha interessato i mercati obbligazionari e da ultimo quelli monetari.

Dalla fase centrale dell'operatività, rappresentata

dall'incontro della domanda e dell'offerta, l'utilizzo di circuiti telematici si è poi propagato alle altre fasi della negoziazione. Nei mercati finanziari più evoluti si sta puntando alla formula dello “*straight through processing*” (STP), volta a realizzare la completa automazione di tutte le attività che vanno dall'esecuzione dell'investimento al regolamento e alla contabilizzazione delle operazioni. La significativa riduzione delle incombenze operative permette ai mercati e agli intermediari finanziari di gestire agevolmente un volume crescente di transazioni giornaliere, di accorciare il periodo di tempo intercorrente tra la negoziazione e il regolamento delle operazioni, di contenere i costi per gli aderenti e per gli investitori¹.

L'innovazione tecnologica nel settore delle telecomunicazioni e i connessi vantaggi in termini di costo hanno favorito anche la diffusione di circuiti alternativi di scambio e negoziazione, spesso di proprietà di singoli *broker* o intermediari, in grado di offrire efficienti servizi agli investitori. Gli *Electronic Communication Network* (ECN) e gli *Alternative Trading System* (ATS) rappresentano una realtà in rapida espansione in termini di volumi scambiati e strumenti negoziati, spesso in concorrenza con gli stessi mercati regolamentati “tradizionali” quanto a costi operativi, orari di apertura e offerta di servizi di *post-trading*.

Negli Stati Uniti, dove operano attualmente una ventina tra ECN e ATS, attraverso questi sistemi è transitato il 40 per cento del controvalore degli scambi sui titoli quotati al NASDAQ (13 per cento nel 1993). In Europa operano circa 30 circuiti alternativi, di cui più della metà nel Regno Unito, con una quota di scambi inferiore al 5 per cento, ma in forte crescita. Un ulteriore sviluppo di questi circuiti

¹ Il LIFFE, nel 1999, adottando il sistema di trading automatico, ha ridotto del 46 per cento le tariffe.

potrà derivare dalla capacità di affermarsi nell'operatività *cross-border*. In Italia il primo circuito alternativo è stato avviato all'inizio dello scorso anno da Unicredito. Sul circuito sono quotate oltre 400 tra azioni e obbligazioni italiane ed estere e 1.300 *covered warrant*; vi operano 26 intermediari.

La contrattazione elettronica si sta affermando anche nel rapporto tra il singolo intermediario e la clientela istituzionale, tradizionalmente dominio della contrattazione telefonica, migliorando la trasparenza e il processo di formazione dei prezzi; più recentemente si sta passando a sistemi in grado di permettere la contrattazione degli investitori istituzionali con un novero sufficientemente ampio di intermediari.

L'utilizzo, da ultimo, di circuiti elettronici e di *internet* in particolare, per il collocamento delle nuove emissioni, accresce l'efficienza e la trasparenza rispetto ai tradizionali canali distributivi, ampliando la platea dei potenziali investitori.

La clientela finale ha ora la possibilità di fruire dei vantaggi connessi con l'utilizzo della telematica nelle negoziazioni e nelle procedure di regolamento dei titoli. I servizi di *trading on line* offerti da numerosi intermediari bancari e finanziari consentono agli investitori privati di accedere ad un ambiente fortemente interattivo con i mercati creando la convinzione di operare direttamente sui circuiti in cui vengono scambiati gli strumenti finanziari.

Negli Stati Uniti, sulla base di valutazioni della SEC, circa 7,8 milioni di investitori ricorrono al *trading on line* e generano più di 800.000 transazioni al giorno; oltre 200 intermediari forniscono tale servizio. In Europa, a fine 2000, circa 5 milioni di persone accedevano a servizi di intermediazione elettronica offerti dagli intermediari

finanziari, pari al 4 per cento degli utilizzatori della rete *internet*. Si stima che nel 2003 la percentuale possa salire al 6,5 per cento, interessando quasi 14 milioni di persone. Per l'Italia l'anno scorso, circa 400.000 investitori hanno utilizzato servizi di *trading on line*, corrispondenti al 5 per cento degli utilizzatori *internet*; nel 2003 si stima che due milioni di persone accederanno a servizi di *trading on line*.

E' prematuro delineare con precisione quale sarà l'assetto e il funzionamento dei mercati finanziari tra qualche anno. Si può senza dubbio prevedere che la facilità di accesso offerta dalle nuove tecnologie determinerà un ampliamento della platea dei soggetti ammessi a negoziare direttamente sui mercati regolamentati. Il radicarsi di collegamenti diretti tra investitori finali ed emittenti potrebbe ridurre in modo sostanziale il ruolo degli intermediari nel collocamento dei nuovi titoli.

4. Opportunità e rischi dell'*electronic trading*

La contrattazione elettronica è oggi considerata un elemento cruciale per il successo di un mercato.

I mercati telematici rendono più facile la raccolta delle informazioni sulle negoziazioni, più sicura l'esecuzione degli ordini e più rapida l'incorporazione nei prezzi delle aspettative degli operatori. Attraverso i collegamenti con gli altri circuiti di negoziazione si agevolano gli arbitraggi tra i diversi segmenti; l'utilizzo della telematica accresce la liquidità e l'efficienza complessiva dei mercati, facilita la gestione dei rischi finanziari e di controparte.

La diffusione e il contenimento dei costi dell'informazione consentono agli investitori di operare scelte consapevoli, riducendo l'incertezza e i rischi ad essa associati; la crescente competizione inoltre migliora la qualità dei servizi offerti sia dagli intermediari sia dai gestori delle strutture di *trading* e *post-trading*.

L'utilizzo della contrattazione elettronica nei circuiti di scambio e la diffusione del *trading on line* tra gli investitori finali stanno influenzando le modalità operative e le tipologie di strumenti finanziari negoziati. Si estendono gli orari di contrattazione dei mercati regolamentati; cresce l'introduzione di strumenti finanziari derivati specificamente rivolti agli investitori che operano *on line*². L'aumento della platea dei partecipanti, caratterizzati da diversi orizzonti temporali e propensione al rischio, grazie alla più elevata liquidità potenziale, limita i temporanei scostamenti del prezzo di mercato da quello di equilibrio.

² E' interessante notare come quasi tutti i nuovi prodotti siano contraddistinti da elevata leva finanziaria e forte volatilità in modo da attrarre i piccoli investitori per i rilevanti guadagni in conto capitale che si possono realizzare, sottovalutando l'elevata rischiosità degli strumenti.

L'evoluzione in corso apre nuove possibilità per lo sviluppo dei mercati, ma non è priva di rischi. Oltre all'aumento dei rischi legali, operativi e di valutazione degli intermediari con i quali si viene in rapporto, vanno attentamente considerate le implicazioni delle nuove modalità operative sulla trasparenza, liquidità e volatilità dei mercati finanziari.

Sebbene si possa ritenere che in linea di principio l'utilizzo della contrattazione elettronica e la diffusione di *internet* conducano ad una maggiore trasparenza dei prezzi e delle contrattazioni, occorre non trascurare il rischio che il proliferare di nuovi circuiti di scambio possa disperdere la liquidità e ridurre la significatività delle informazioni provenienti dai mercati finanziari. E' anche possibile che si affermi una progressiva deregolamentazione dei circuiti di negoziazione con negative ripercussioni sugli stessi investitori.

Difficilmente quantificabili appaiono le ripercussioni dell'attività di investitori non professionali sulla volatilità dei corsi dei titoli. L'accresciuto volume delle transazioni e la considerevole riduzione del tempo che intercorre tra la immissione dell'ordine e l'esecuzione dello stesso (in genere intorno ai 5 secondi) possono incentivare comportamenti imitativi tra i diversi partecipanti al mercato e incidere notevolmente sulla volatilità delle quotazioni. L'utilizzo crescente di analisi quantitative, basate esclusivamente sull'andamento passato dei titoli e di programmi automatici di contrattazione (come l'impiego di *stop loss*), può accentuare l'unidirezionalità degli andamenti di mercato e le oscillazioni dei prezzi.

5. I riflessi sull'organizzazione dei mercati

Le opportunità offerte dallo sviluppo dell'informatica e delle telecomunicazioni hanno un ruolo cruciale nel processo di ristrutturazione che sta caratterizzando i mercati finanziari europei, specie dopo l'introduzione della moneta unica. La rimozione delle segmentazioni valutarie e la crescente integrazione hanno posto in diretta competizione le strutture a carattere nazionale, spingendo i gestori a ricercare assetti più competitivi mediante la realizzazione di economie di scala e positive esternalità di rete.

Le spinte derivanti dalla concorrenza hanno portato nei diversi paesi ad un rafforzamento delle filiere produttive finalizzato a realizzare lo *straight through processing* e a favorire l'espansione dei servizi e l'allargamento dell'area operativa. La rapidità di esecuzione delle negoziazioni e la crescita del loro volume rendono indispensabili sistemi di compensazione e regolamento efficienti e affidabili, capaci di supportare efficacemente le nuove modalità operative dei mercati finanziari. La stessa tecnologia, se da un lato attraverso i collegamenti telematici ha permesso di eliminare le segmentazioni esistenti, dall'altro è stata spesso utilizzata a difesa di un determinato modello facendo leva sugli elevati costi da sostenere per l'adeguamento delle procedure informatiche.

Più recentemente è emersa la tendenza alla concentrazione a livello europeo delle strutture di mercato. Nei servizi di quotazione e contrattazione ne sono testimonianza l'avvio di Euronext, che integra i mercati azionari francese, olandese e belga, e l'accordo della borsa svizzera con il circuito inglese Tradepoint³. La società

³ Non ha avuto esito positivo il progetto iX incentrato sull'alleanza tra London Stock Exchange e Deutsche Börse.

MTS S.p.A. ha attivato una rete di mercati domestici all'ingrosso tra loro collegati; al momento costituisce l'unico tentativo di circuito integrato per la negoziazione dei titoli obbligazionari tra i vari paesi europei⁴.

Con riferimento all'obiettivo del contenimento dei costi si è consolidata l'opinione che i maggiori benefici possono derivare dall'integrazione dei sistemi di *post-trading*, principalmente con riguardo alle operazioni *cross-border*. La frammentazione a livello europeo permane elevata, anche se un certo consolidamento delle strutture è stato avviato⁵.

Oltre al contenimento dei costi, le riflessioni in materia di *post trading* tendono a valutare le modalità più appropriate per la riduzione dei rischi potenziali; in tale direzione si muovono le proposte in merito all'interposizione, anche nella negoziazione degli strumenti non derivati, di una controparte centrale che assuma in proprio i contratti stipulati fronteggiando i relativi rischi attraverso appropriate forme di garanzia.

Nell'intento di promuovere l'effettiva integrazione dei mercati mobiliari dell'Unione Europea, il consiglio Ecofin ha deciso nel luglio 2000 la costituzione di un "Comitato dei Saggi" con il compito di proporre misure atte a favorire una più rapida armonizzazione regolamentare dei mercati finanziari europei. Tale iniziativa accelera l'esame delle principali misure contenute nel Financial Services Action Plan con l'obiettivo di completarne l'adozione entro il 2004.

⁴ La strategia si estende anche al di fuori dell'Europa: alla fine di gennaio scorso ha iniziato ad operare MTS-Japan; un'iniziativa simile è allo studio negli Stati Uniti.

⁵ Clearstream International è il risultato della fusione tra il depositario internazionale Cedel e quello tedesco Deutsche Börse Clearing; il depositario internazionale Euroclear si è fuso con quello francese Sicovam; "The Settlement Network" è il risultato dell'accordo tra il depositario inglese Crest e quello svizzero SIS.

6. I mercati e le strutture di supporto in Italia

Negli ultimi anni l'Italia ha rapidamente ridotto la distanza in termini di trasparenza e di architettura dei mercati che la separava dai principali paesi industrializzati. All'ammodernamento della struttura finanziaria del paese hanno contribuito in maniera sostanziale, oltre a fattori di tipo strutturale, gli interventi normativi e organizzativi intervenuti.

Con l'approvazione nel 1983 della legge sui fondi comuni di investimento ebbe inizio il cammino teso ad arricchire ed innovare la struttura finanziaria italiana. Tappe fondamentali sono state la legge del 1991 sulle società di intermediazione mobiliare, il recepimento della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento (D.Lgs. 415/96). Da ultimo, il Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/98) ha creato un quadro organico di riferimento, lasciando ampi spazi all'autoregolamentazione e alla normativa secondaria.

Passaggi cruciali sono stati l'apertura internazionale della piazza finanziaria italiana e la privatizzazione delle strutture organizzative dei mercati e di quelle di supporto (Tav. 3). E' stata così realizzata la separazione dell'attività di organizzazione e gestione, affidata all'iniziativa privata, dalle responsabilità di vigilanza rimaste in capo alle Autorità. Le recenti cessioni da parte della Banca d'Italia delle quote azionarie nella SIA e nella Monte Titoli, congiuntamente all'affidamento alla Monte Titoli della gestione accentrata dei titoli di Stato, hanno formalmente completato il processo di privatizzazione delle strutture del mercato.

Alle innovazioni normative si sono accompagnati l'utilizzo crescente della tecnologia informatica nella gestione delle infrastrutture del sistema finanziario e la

rapida diffusione della contrattazione elettronica in tutti i segmenti di mercato. La Banca d'Italia è da tempo fortemente impegnata nella promozione dell'innovazione tecnologica⁶. L'adozione sin dal 1994 di una procedura di asta telematica per il collocamento dei titoli di Stato e l'ammodernamento del sistema dei pagamenti, con l'introduzione di BIREL e di TARGET, possono essere considerati esempi del rilevante contributo, in termini di efficienza, fornito al mercato dallo sviluppo delle reti di telecomunicazione.

Lungimirante è stata la scelta della piattaforma telematica per realizzare nel 1988 il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato⁷ così come l'introduzione nel 1993 della contrattazione telematica per i titoli azionari (MTA) e, successivamente, per le obbligazioni diverse dai titoli di Stato (MOT) e per i derivati sull'indice di borsa e sui principali titoli azionari (IDEM). L'istituzione nel 1990 del mercato dei depositi interbancari – MID – ha migliorato la distribuzione della liquidità bancaria e la trasparenza nella formazione dei tassi di interesse più vicini a quelli delle operazioni di politica monetaria.

Il fattore tecnologico ha consentito ai mercati italiani un valido posizionamento competitivo in ambito europeo, permettendo loro di conquistare una posizione *leader* su alcuni segmenti di attività (Tav. 4). E' il caso dei mercati all'ingrosso su titoli obbligazionari, nei quali la MTS S.p.A. ha portato avanti con successo una strategia di

⁶ Più di trent'anni or sono la Banca dette vita alla "Convenzione Interbancaria per i Problemi dell'automazione" (CIPA), insieme con l'Associazione Bancaria Italiana e un gruppo di grandi banche, istituendo un forum per esaminare collegialmente i problemi della nascente automazione nel settore del credito.

⁷ Alla realizzazione del MTS ha fatto seguito la costituzione dei mercati dei derivati sui titoli di Stato: nel 1992 quello sui futures (MIF), due anni dopo quello sulle opzioni (MTO).

espansione internazionale, creando una rete di mercati tra loro collegati dalla medesima piattaforma tecnologica. Nel 2000 su questo circuito sono transitate circa 500 milioni di negoziazioni per un controvalore complessivo di 8.700 miliardi di euro.

Diverse iniziative sono state recentemente attivate dalle società di gestione dei mercati e dalle strutture di supporto; altre, in via di definizione, sono rivolte all'ulteriore rafforzamento della competitività delle strutture in termini di contenimento dei costi e di qualità dei servizi offerti.

Venendo incontro alle esigenze delle piccole e medie imprese "innovative" e degli investitori finali, la Borsa nel 1999 ha creato il Nuovo Mercato; sono 40 le imprese quotate su tale segmento con una capitalizzazione pari a 50.000 miliardi di lire. L'avvio del segmento STAR permetterà di accrescere la visibilità e la liquidità delle piccole e medie imprese con elevati requisiti qualitativi⁸.

Al fine di contrastare le pressioni competitive dei circuiti alternativi di scambio e di corrispondere alle accresciute esigenze degli investitori finali, specie di quelli operanti *on-line*, è stata attivata la sessione di contrattazione serale, introdotto il contratto miniFib, sviluppati i *covered warrant* su indici e titoli azionari. Nel corso del 2000 questi strumenti sono più che raddoppiati sia come numero sia come controvalore giornaliero degli scambi.

La MTS S.p.A. sta per lanciare un nuovo mercato regolamentato che, utilizzando la piattaforma *internet*, metterà in collegamento attraverso una mini asta gli intermediari finanziari con gli investitori istituzionali.

⁸ Il nuovo segmento del mercato borsistico denominato STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) si prefigge l'obiettivo di aumentare la visibilità e la liquidità delle società quotate facilitando l'accesso alle informazioni societarie da parte degli investitori.

L'e-MID S.p.A., dopo aver aperto con successo la piattaforma tecnologica all'accesso remoto delle banche estere, ha introdotto modalità operative volte a favorire la partecipazione dei grandi operatori esteri al mercato e allargato la gamma degli strumenti⁹. E' auspicabile che anche la e-Mid S.p.A., forte dell'esperienza maturata e del vantaggio competitivo, proponga a livello europeo la propria piattaforma tecnologica per la contrattazione degli strumenti di mercato monetario.

Analoga espansione si rileva nelle strutture di supporto. La Monte Titoli, dopo essere stata autorizzata alla gestione accentrata dei titoli di Stato, ha iniziato a gestire la procedura Express per il regolamento su base lorda delle negoziazioni. Ulteriori sviluppi potranno derivare dal progetto in corso di realizzazione di un sistema di liquidazione su base netta e dall'offerta di servizi complementari a quelli di regolamento.

La Cassa di Compensazione e Garanzia fornirà supporto alla negoziazione dei nuovi contratti *future* su singoli titoli azionari che verranno quotati sul mercato dei derivati gestito dalla Borsa S.p.A. Cruciale appare il completamento delle iniziative finalizzate all'offerta di servizi di compensazione e di controparte centrale anche per segmenti diversi dall'IDEM.

La fusione tra CED Borsa e SIA è indicativa del ruolo che la variabile tecnologica riveste per l'affermazione dei mercati. Un maggior coinvolgimento delle società di gestione e degli intermediari nelle scelte strategiche in

⁹ In particolare vanno ricordate le contrattazioni "large deal" che prevedono un lotto minimo di 100 milioni di euro. L'e-Mid ha lanciato alla fine dello scorso anno l'e-Mider, un circuito di scambi organizzati su cui vengono negoziati gli *overnight indexed swap* (OIS), un prodotto utilizzato nella gestione delle tesorerie, sul quale negoziano in proprio 38 operatori, di cui 14 esteri.

materia appare ora auspicabile: uno stretto controllo della tecnologia consente un più rapido adeguamento dei livelli di servizio alle esigenze degli investitori e riduce i rischi di reputazione derivanti da eventuali malfunzionamenti delle infrastrutture informatiche. In questa ottica possono essere inquadrate le recenti iniziative delle società di gestione dei mercati.

Partita da una posizione più arretrata rispetto agli altri paesi industrializzati, l'Italia si presenta oggi con un sistema di mercati capace di partecipare validamente alla competizione in atto. Una testimonianza può essere fornita dal volume di operazioni che giornalmente vengono trattate sui vari mercati, nonché dall'apertura internazionale; a fine 2000 erano presenti 25 operatori in accesso remoto sul MTS, 14 sull'e-MID, 9 sul mercato azionario, 9 sul Nuovo Mercato e 12 sul mercato dei derivati su titoli e indici azionari (Tav. 5). La Monte Titoli ha reso operativi 10 *links* con altrettanti depositari centralizzati europei per lo scambio *free of payment* dei titoli.

L'“accesso remoto” degli operatori non residenti ai circuiti di negoziazione e regolamento, la possibilità di accordi di adesione incrociata tra i diversi mercati regolamentati, i collegamenti internazionali tra i gestori accentrati e tra procedure di regolamento stimolano la competizione favorendo la crescita degli intermediari e il soddisfacimento dei bisogni degli investitori.

7. Considerazioni conclusive

La diffusione dell'*electronic finance* genera nuove opportunità di sviluppo per gli intermediari e per i mercati finanziari in termini di prodotti e servizi offerti agli investitori e alle imprese, crea forti spinte in favore dell'integrazione, verso questa direzione la moneta unica opera da propellente.

L'esistenza di sostanziali economie di scala e positive esternalità di rete non sono da sole sufficienti a giustificare una forte concentrazione dei mercati e delle strutture di supporto. Efficienza operativa, liquidità e bassi costi per gli utenti non sembrano richiedere necessariamente, soprattutto per la fase del *trading*, una concentrazione del numero delle strutture oggi esistenti.

In ogni caso vi sono interessi pubblici da tutelare, ovvero la protezione dell'investitore, la stabilità del sistema finanziario, la correttezza delle informazioni, la trasparenza e l'efficienza dei meccanismi di formazione dei prezzi e di allocazione del risparmio, la cui protezione oggi si realizza nei vari paesi con norme, procedure, assetti differenziati.

La definizione di un quadro di riferimento omogeneo dovrebbe logicamente accompagnare, se non precedere, l'integrazione dei mercati finanziari in modo da evitare possibili asimmetrie competitive. Questa esigenza è particolarmente avvertita.

Il recente rapporto del "Comitato dei Saggi" ha posto l'accento sulle difficoltà che ostacolano lo sviluppo di un mercato unificato; in particolare le disfunzioni del sistema regolamentare, per quanto riguarda sia la produzione delle norme sia la loro concreta applicazione. Le proposte contenute nel rapporto mirano a rendere il sistema meno lento nella fase di approvazione e più flessibile nella sua capacità di adeguarsi ai cambiamenti.

Oltre alla rimozione delle disfunzioni in materia di regolamentazione, la realizzazione di un mercato dei capitali integrato richiede in prospettiva l'attenuazione delle differenze oggi esistenti in altri campi: rilevano in particolare le discipline nazionali in materia civilistica, societaria, fiscale e prudenziale.

Il conseguimento di apprezzabili risultati sul fronte dell'armonizzazione dei diversi ordinamenti sembra dunque propedeutico all'attuazione di incisive ipotesi di integrazione tra le strutture di mercato dei paesi europei. L'avanzamento in questa direzione non è realizzabile in tempi brevi.

La costituzione di "reti" tra mercati e tra strutture di supporto potrebbe invece accrescere, da subito, la funzionalità dei mercati stessi in termini di liquidità ed efficienza, ampliare la qualità e il numero dei servizi offerti ai partecipanti, contenendo nello stesso tempo gli oneri di aggiustamento per gli aderenti. A tal fine, sembra preliminare uniformare le regole che governano il *post-trading* nei diversi paesi, intensificare l'accesso remoto ai singoli mercati nazionali, sviluppare forme di integrazione tra le società-mercato che, valorizzando i singoli punti di forza, le colleghino in un circuito al servizio dell'utenza.

La realizzazione di un modello di *cross-membership*, imperniato su accordi volti a rendere omogenee le regole di negoziazione, appare capace di assicurare la presenza di un certo grado di competizione fra sistemi, gestire in modo più razionale i costi connessi con l'adeguamento delle piattaforme tecnologiche, rendere progressiva e armonica la transizione verso un mercato integrato europeo.

In un contesto in cui la disponibilità di tecnologia agevola la realizzazione di un mercato globale, bisogna operare affinché, avute presenti le diversità regolamentari che ad oggi caratterizzano le singole piazze nazionali, si

possa corrispondere in modo efficiente alla domanda di integrazione che l'esistenza di una moneta unica europea sollecita.

Il consolidamento dei progressi realizzati nell'articolazione della filiera produttiva della Piazza finanziaria italiana appare necessario per fronteggiare l'intensificarsi delle pressioni competitive. Le forti economie di scala e di scopo portano a ritenere che il raggiungimento dell'obiettivo passi attraverso la ricerca delle opportune sinergie tra le diverse società-mercato, tra i gestori delle strutture di supporto e tra questi e le società-mercato.

La cooperazione e il coordinamento sono facilitati dalla compresenza di azionisti comuni nella proprietà delle strutture di mercato (Tav. 6); a questi compete la coerente individuazione delle linee strategiche da perseguire. E' auspicabile che l'interesse dei singoli azionisti trovi una corretta composizione nella definizione di linee coerenti nelle diverse società e strutture di supporto.

Il rafforzamento della Piazza Finanziaria italiana è un interesse nazionale: consente di partecipare a forme di integrazione su un piano di maggiore forza contrattuale.

Spetta agli azionisti delle società cogliere le opportunità derivanti dall'integrazione per accrescere l'offerta di servizi alla clientela, migliorarne la qualità, razionalizzare gli assetti operativi, realizzare guadagni di efficienza.

I mercati rappresentano un bene al servizio di un'efficiente allocazione del risparmio. Un assetto integrato della loro complessiva architettura contribuisce a valorizzare i punti di forza del paese, facilita il ricorso al mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese e la ricerca di nuove opportunità di investimento per il risparmio delle famiglie.

Non spetta alle Autorità intervenire direttamente nell'evoluzione dei mercati e delle strutture di supporto, ma è loro compito garantire che i servizi offerti si muovano in un regime di concorrenzialità e di regole poste a salvaguardia degli investitori finali, nonché verificare l'esistenza di presidi idonei a governare i rischi nel più generale interesse di salvaguardia della stabilità finanziaria.

Tavola 1
Capitalizzazione, volumi scambiati, numero di società quotate nelle principali borse mondiali.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ITALIA						
Capitalizzazione	145	189	237	375	537	792
Volume annuo	100	113	242	590	704	1.207
N° società	254	248	239	243	270	297
GERMANIA						
Capitalizzazione	422	528	758	931	1.428	1.371
Volume annuo	100	148	226	343	369	604
N° società	678	681	700	741	933	905
FRANCIA						
Capitalizzazione	338	413	497	663	882	1.305
Volume annuo	100	135	230	328	455	729
N° società	904	897	924	1.097	1.144	-
REGNO UNITO						
Capitalizzazione	913	1.150	1.485	2.047	2.273	2.562
Volume annuo	100	115	157	161	218	293
N° società	2.078	2.171	2.157	2.087	1.945	1.904
STATI UNITI (NYSE)						
Capitalizzazione	6.013	7.300	9.413	10.864	12.296	12.372
Volume annuo	100	137	162	200	270	439
N° società	2.675	2.907	3.047	3.114	3.025	2.862
STATI UNITI (NASDAQ)						
Capitalizzazione	1.162	1.511	1.846	2.243	5.204	3.597
Volume annuo	100	121	153	195	234	301
N° società	4.717	5.556	5.487	5.010	4.829	4.734
CANADA						
Capitalizzazione	219	277	383	469	481	700
Volume annuo	-	100	141	164	176	314
N° società	-	1.323	1.420	1.433	1.456	1.417
GIAPPONE						
Capitalizzazione	3.097	3.317	2.699	2.439	4.455	-
Volume annuo	-	100	106	96	182	-
N° società	1.714	1.833	1.865	1.890	1.935	-

Capitalizzazione in miliardi di dollari

Volume annuo - Numero indice 1995 = 100 (eccetto Canada e Giappone: 1996 = 100).

Fonti: FIBV, Borse valori nazionali, Datastream

Tavola 2 - Attività finanziarie in Italia

ATTIVITÀ FINANZIARIE IN ITALIA						
COMPOSIZIONE PER STRUMENTO, CATEGORIA DI INVESTITORE E INTERNAZIONALIZZAZIONE						
(valori percentuali)						
	1995	1996	1997	1998	1999	settembre 2000
Totale attività finanziarie (valori assoluti in miliardi di lire)	9.200.299	10.021.252	11.241.171	12.729.212	14.404.840	14.882.273
Attività liquide ⁽¹⁾	25,59	24,70	22,04	18,79	17,99	17,47
Crediti	21,96	20,96	20,01	18,42	17,77	18,28
Titoli	41,51	43,77	47,60	52,99	54,86	56,47
- azioni e altre partecipazioni ⁽²⁾	16,03	17,05	21,40	26,82	31,39	32,56
- titoli diversi dalle azioni	25,48	26,72	26,20	26,17	23,26	23,91
Assicurazioni e altre attività	10,94	10,56	10,34	9,80	9,58	7,78
Banche	28,41	27,81	26,85	23,33	22,29	22,52
Altri intermediari finanziari	6,79	7,89	9,85	12,97	13,90	13,95
Amministrazioni pubbliche	6,52	6,47	6,31	5,65	5,30	4,24
Famiglie	36,09	34,78	33,66	33,47	32,16	31,90
Società non finanziarie	12,03	11,47	11,62	11,11	12,16	12,02
Estero	11,05	11,57	12,81	13,46	14,19	15,38
Attività finanziarie estere su totale	9,44	10,18	11,84	12,49	15,76	15,26
di cui Titoli	4,40	4,65	6,51	8,09	11,67	11,30
- azioni e partecipazioni ⁽²⁾	2,44	2,55	3,68	4,64	7,46	7,22
- titoli diversi dalle azioni	1,96	2,09	2,83	3,45	4,21	4,08

(1) Oro monetario, DSP, biglietti, monete e depositi.

(2) Sono incluse le quote di fondi comuni.

Fonte: Banca d'Italia - Conti Finanziari del Paese (metodologia SEC95)

Tavola 3 - Attività in Italia di intermediari di altri paesi UE notificate ai sensi della normativa comunitaria al 31 dicembre 2000

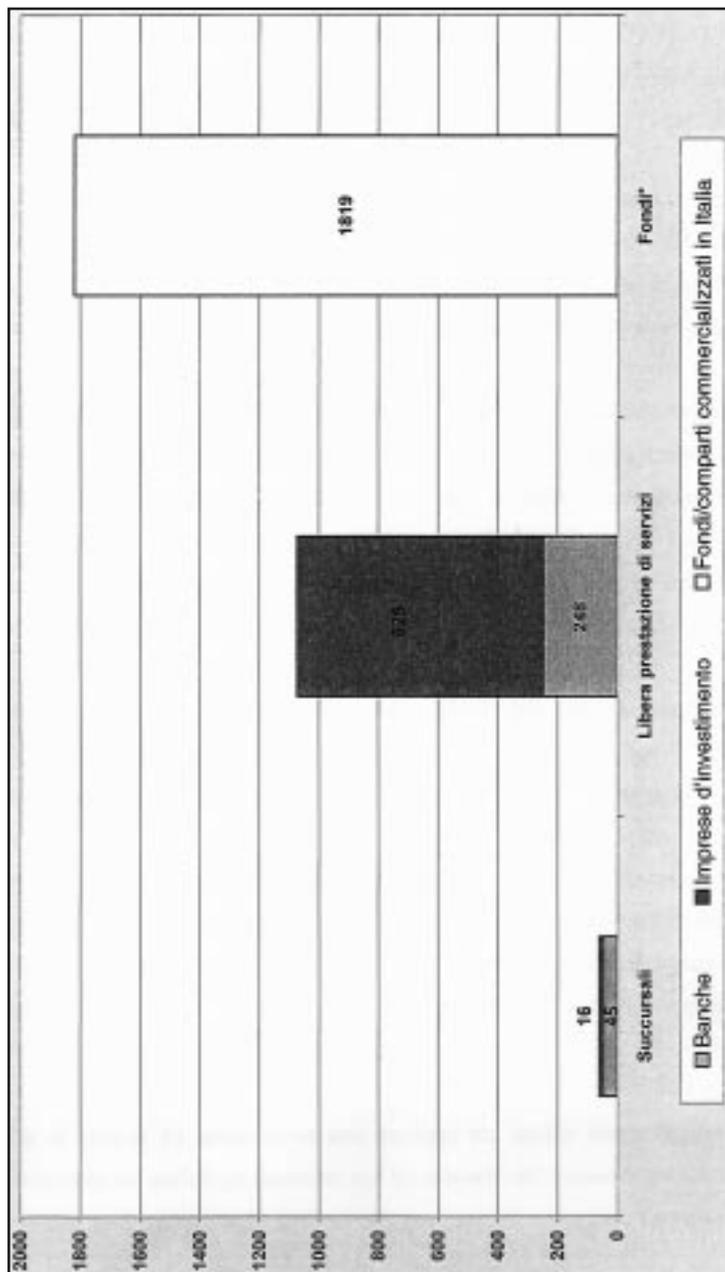


Tavola 4 - Volumi scambiati sui mercati italiani
(media giornaliera in milioni di euro)

Anno	Borsa		MTS		MID	IDEM		MIF	
	Azioni	Obbligaz.	Cash	Repo		Future	Options	Future	Options
1995	292	371	13.881	-	11.051	348	29	1.447	59
1996	322	585	17.942	-	14.191	818	152	1.178	67
1997	697	710	20.948	3.710	16.038	1.903	550	1.222	61
1998	1.680	705	12.928	8.221	16.750	3.874	1.163	1.152	19
1999	1.998	658	9.519	19.843	14.129	3.568	1.151	321	-
2000	3.422	612	7.900	21.773	15.736	4.009	1.506	3	-

Il mercato repo/MTS è partito nel dicembre 1997.
Per i mercati dei derivati il dato si riferisce al nozionale scambiato.

Tavola 5 - Operatori in accesso remoto nei mercati italiani
(dati di fine anno)

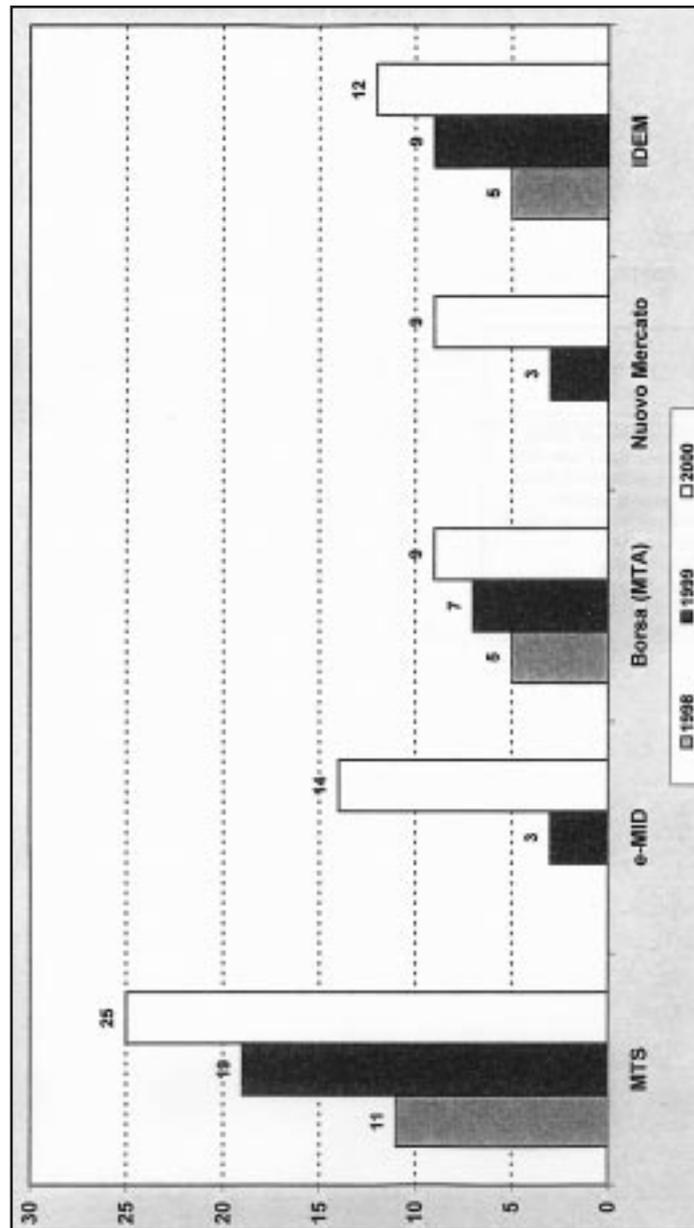


Tavola 6 - Partecipazioni azionarie nelle società di gestione dei mercati nella società di supporto

	BORSA SPA	MTS SPA	E-MID SPA	SIA SPA	MONTE TITOLI SPA	CASSA DI COMP. E GAR.
Gruppo Banca Intesa	15,0	6,2	9,4	5,7	12,4	13,6
Gruppo San Paolo IMI	7,5	3,6	3,7	2,9	14,6	-
Gruppo Banca di Roma	8,6	4,0	3,7	1,6	8,8	13,6
Gruppo Unicredit	7,5	4,5	3,7	2,7	11,9	-
Gruppo Monte dei Paschi	7,5	5,0	7,4	1,4	3,2	-
Gruppo BNL	7,5	5,0	3,7	1,2	3,5	4,6
Banca Sella	5,7	5,0	2,0	-	0,7	-
Borsa S.p.A.	-	-	-	-	4,1	59,1
MTS S.p.A.	-	-	-	-	1,0	-
Totale	59,3	33,4	33,6	15,5	59,2	90,9

Prof. ANGELO TANTAZZI,
Presidente della Borsa Italiana Spa

Grazie dell'invito che mi avete rivolto per discutere di questi argomenti. Per entrare subito nel vivo della discussione e per evidenziare l'utilità del materiale che ci è stato distribuito, vi invito a prendere visione del libro di Mario Anolli che trovate davanti a voi, *Elementi di economia del mercato mobiliare*, che fornisce importanti indicazioni sugli effetti dell'*information technology* sui mercati. Anolli fa parte della scuola ambrosiana - diretta dal professor Cesarini - alla quale va riconosciuto il merito di aver portato avanti negli anni analisi sistematiche del processo evolutivo dei mercati finanziari. Questo tipo di ricerche è poco diffuso, ma potete trovare utili informazioni proprio nel libro di Anolli, e in particolare nell'ultimo capitolo che si focalizza sulle prospettive dell'evoluzione tecnologica e i suoi effetti sugli intermediari.

Occorre innanzitutto ricordare che alla base dello scambio di strumenti finanziari c'è la conoscenza dei prodotti e quindi la diffusione delle informazioni che li riguardano. L'evoluzione tecnologica ha permesso di superare l'elemento fisico dello scambio e ha contribuito a ridurre le frizioni che limitano l'efficienza dei mercati. In generale è possibile affermare che sia la qualità sia la struttura dei mercati sono influenzate dalle soluzioni operative che la tecnologia offre. L'automazione delle negoziazioni offre importanti vantaggi dal punto di vista delle economie di scala, dell'accesso e della diffusione delle informazioni di mercato e dell'ottimizzazione delle procedure gestionali e di vigilanza.

Nei tempi recenti, come è stato ricordato or ora dal professor Francesco Cesarini, si è avuta una convergenza, dei principali mercati verso sistemi di negoziazione elettronici ad asta continua e con processo di formazione dei prezzi guidato dagli ordini (*electronic order driven*

markets) che riflettono le potenzialità che oggi la tecnologia informatica rende disponibile.

Gli effetti della tecnologia possono essere esaminati in due direzioni: la domanda e l'offerta dei servizi e prodotti finanziari.

La domanda (*buy side*) è stata particolarmente influenzata dall'evoluzione di Internet che ha permesso di ampliare il pubblico degli investitori sia dal punto di vista del numero sia da quello della tipologia, offrendo la possibilità anche all'investitore *retail* di accedere in modo più diretto ai mercati.

Con riferimento all'offerta dei servizi di negoziazione, uno degli elementi più interessanti su cui focalizzare l'attenzione è costituito dalla competizione che oggi si sta generando tra i vari sistemi di negoziazione per attrarre i flussi di ordini degli investitori.

Su questo punto la disponibilità della tecnologia in cosa si è tradotta? Si è tradotta in quello che ricordava ora Enzo Pontolillo, cioè nel creare, nel favorire la creazione di nuovi sistemi di negoziazione, *Ats (Alternative Trading System)* oppure, con un termine più generico, *Ecn (Electronic Communication Network)*. Queste realtà racchiudono una pluralità di comportamenti e di situazioni. Come mai si sono sviluppati questi sistemi? Innanzitutto perché l'evoluzione della tecnologia ha permesso una forte riduzione dei costi per la realizzazione di sistemi finalizzati ad agevolare l'incontro fra domanda e offerta di prodotti finanziari. La riduzione degli investimenti richiesti, riducendo il punto di pareggio per la realizzazione dei progetti, ha quindi agevolato la creazione di nuovi contesti di negoziazione.

Occorre inoltre ricordare che la disponibilità della tecnologia ha allargato notevolmente la potenziale platea degli utilizzatori di questi servizi sia perché non è più rilevante la localizzazione geografica dello scambio sia perché si agevola l'accesso al sistema di negoziazione.

Tutto questo testimonia come si siano ridotte le barriere

all'entrata nell'offerta di servizi di negoziazione.

La presenza di queste esperienze, reali o potenziali, introduce elementi di "confusione" nello scenario delle Borse in quanto diventa meno netto il confine tra l'attività di negoziazione delle Borse e quella di questi sistemi che si pongono in alternativa ai mercati regolamentati gestiti dalle Borse stesse.

Ho usato appositamente l'espressione "attività di negoziazione" in quanto alla negoziazione è poi connesso un altro importante tema, l'ammissione a quotazione degli strumenti finanziari. Una delle funzioni pubbliche storicamente svolte dalle Borse è l'ammissione a quotazione delle azioni delle società emittenti, sulla base di stringenti requisiti in tema di obblighi informativi, comportamentali, e così via.

Con lo sviluppo degli Ats che offrono solo servizi di negoziazione si giunge a una possibile separazione tra l'attività di trading e quella di ammissione a quotazione.

Nel Regno Unito, la *Financial services Authority* (Fsa) ha recentemente distinto l'attività di ammissione a quotazione da quella di ammissione al trading, assumendo in proprio la prima.

In generale, al momento attuale, i servizi di ammissione a quotazione, la sorveglianza sui titoli, la sorveglianza sulle società, la produzione e diffusione di informazione sono tutte funzioni che sono ancora svolte dalle Borse. Quindi sono prodotti dei mercati ufficiali con costi e servizi relativi. I sistemi di negoziazione alternativi non hanno questi costi e svolgono di conseguenza una funzione passiva in quanto, offrendo solo un servizio di trading, usufruiscono delle attività svolte dalle Borse di selezione dei titoli ammessi a quotazione e di diffusione dell'informativa societaria.

Questi sistemi possono essere molto convenienti: in generale hanno orari più lunghi e consentono l'anonimato delle operazioni, caratteristica particolarmente apprezzata dai grossi operatori che non vogliono identificare una loro

operazione di acquisto e vendita (anche se l'anonimato del *book* di negoziazione è una funzione che può essere introdotta, e in diversi casi lo è stata, anche sui mercati ufficiali).

Quindi oggi la tecnologia dell'informazione sta cambiando in modo profondo quella che è l'organizzazione industriale del settore, la struttura della filiera produttiva e, di conseguenza, il business model dei diversi soggetti che operano sui mercati finanziari. Perché, ribadisco, cambiano le modalità di negoziazione, ci sono nuovi partecipanti su questi mercati che offrono servizi di scambio e quindi cominciano a cambiare i rapporti tra chi propone questi servizi e le Borse tradizionali. E forse sta cambiando anche la natura stessa dei mercati, proprio per effetto dell'espansione del loro ruolo nei confronti del dettaglio, cui ha contribuito in modo rilevante lo sviluppo della tecnologia, quella via Internet in primo luogo. Tutto questo ha un forte impatto anche sul ruolo e sull'attività delle autorità di vigilanza e di controllo.

Ma se la tecnologia configura questo meraviglioso mondo di cambiamenti, perché esiste ancora tutta questa frammentazione? Il punto di partenza è questo: occorre ricordare che la tecnologia costituisce uno dei due pilastri fondamentali dei mercati, il secondo è costituito dalle regole. Le regole includono le leggi, i regolamenti, le istituzioni, i meccanismi di sorveglianza e così via.

L'elemento da tenere presente è che su questi mercati si scambiano dei titoli che rappresentano dei pezzi di ordinamento giuridico perché un'azione si porta dietro una serie di diritti, doveri, comportamenti e così via. Oggi cosa sta avvenendo? C'è un divario sempre più forte tra quella che è la potenzialità offerta dalla tecnologia e la frammentazione che invece rimane tale dal punto di vista legale e regolamentare. La tecnologia è andata molto più avanti: abbiamo già ricordato che è venuto meno il requisito della localizzazione geografica e oggi non ci sarebbe nessuna difficoltà a collegarsi e negoziare -

ammesso che le regole concedano l'accesso remoto degli operatori - su mercati anche diversi da quello nazionale. Potete invece immaginare quali e quante siano le differenze regolamentari che permangono in giro per il mondo.

Focalizzando l'attenzione sull'Europa, quali sono le conseguenze di un contesto in cui, a fronte delle opportunità offerte dalla tecnologia, permane una forte frammentazione regolamentare? Si genera un eccesso di offerta e, da qui, i discorsi relativi all'opportunità di concentrare i mercati europei. Al momento però la concentrazione in Europa trova forti ostacoli proprio perché le varie regole rimangono strettamente nazionali.

E' stato fatto uno sforzo. Il tanto deprecato progetto ix dell'anno scorso, e cioè il tentativo di fusione Londra-Francoforte, non ha avuto successo, ma un effetto positivo l'ha avuto: destare l'interesse delle Autorità inducendole a pensare a queste tematiche. Questo ha dato origine al rapporto Lamfalussy dei Saggi (*Wise Men*) che è stato presentato all'Ecofin di lunedì scorso. Avete visto immediatamente cosa è successo. L'Ecofin l'ha bloccato perché si trattava di ripartire le funzioni svolte tra tre autorità: il Parlamento, la Commissione e il Consiglio dei Ministri. Questo non lo dico con nessun tono enfatico, ma solo per sottolineare le difficoltà che si incontrano su questo processo di avvicinamento e armonizzazione delle regole tra i vari Paesi.

Fintanto che permarrà questa frammentazione regolamentare, sarà difficile superare le barriere all'unificazione. Questo spiega il fatto che in Europa ci siano ancora oggi diciannove mercati.

Dott. TOMMASO CARTONE,
Direttore Generale di Banca Intesa Spa

L'esperienza della prima rivoluzione informatica ci ha insegnato che l'innovazione tecnologica - di cui ora stiamo vivendo la seconda fase - è un fenomeno sicuramente inarrestabile, che offre numerosi vantaggi e opportunità, ma che sovente apre questioni e anche problemi non sempre previsti.

Quando il professor Cesarini mi ha proposto di partecipare a questo incontro, mi sono sentito lusingato, ma anche preoccupato. Posata la cornetta, mi sono chiesto però come affrontare il tema, disponendo di scarse conoscenze tecniche. D'istinto ho pensato alle difficoltà che in questo momento l'informatica mi presenta sul piano personale, avendo l'incarico di effettuare la divisionalizzazione di Banca Intesa, mentre nel contempo si avvia il processo di fusione di quattro banche. Naturalmente le quattro banche hanno quattro sistemi informativi differenti, che convergeranno in uno solo; ma ciò accadrà dopo la fusione e dopo la divisionalizzazione. È un rompicapo che stiamo risolvendo ma richiede un'attenzione e un impegno straordinari.

Quindi la prima riflessione mi ha portato a una considerazione paradossale: come sarebbe stato più semplice se non ci fosse stata la tecnologia di mezzo! E subito dopo ne ho fatta un'altra: come sarebbe stato molto più semplice se l'evoluzione delle tecnologie informatiche avesse portato il sistema bancario ad avere una base uniforme su cui appoggiare gli applicativi di tipo distintivo!

In parte, limitatamente all'operatività di *front-end* dell'attività bancaria, questo ora è possibile grazie a Internet che di fatto rende aperti i sistemi informatici delle banche, finora chiusi. Nel caso specifico di Banca Intesa, il portale Internet che abbiamo costruito consente, in via

transitoria, di far coesistere nella stessa filiale - *corporate* o *private* - quattro gestori che operano su sistemi differenti. Quello che stiamo sperimentando è un esempio delle grandissime opportunità che si aprono sul fronte tecnico e che agevolano la creazione di valore nelle fusioni. Questa possibilità di apertura e di integrazione presenta però anche alcuni effetti negativi, in un quadro competitivo radicalmente trasformato. Un quadro, quindi, con luci e ombre.

Un primo aspetto importante è che la tecnologia può contribuire a creare valore, ma - se mal impiegata - può anche assottigliare o addirittura distruggere i profitti di un'impresa, perché gli investimenti richiesti per rimanere al passo con i tempi e con i concorrenti sono ingenti e, in presenza di rapida obsolescenza, il ritorno dell'investimento rallenta o addirittura scompare. Perciò, all'entusiasmo iniziale verso le nuove frontiere della tecnologia deve subentrare una fase di lavoro attento, che spesso è in larga parte sperimentale. Con la differenza, rispetto alla sperimentazione di laboratorio, che noi sperimentiamo su realtà molto corpose e costose. In particolare, le nuove tecnologie dell'informazione e delle telecomunicazioni investono la natura e l'organizzazione stessa delle banche, il modo di relazionarsi al cliente e infine le tipologie dei canali di prodotto e di servizio. In tale prospettiva, in questo momento l'innovazione tecnologica pone forse più domande che certezze.

Abbiamo sperimentato direttamente come in taluni casi le tecnologie, che avrebbero dovuto semplificare la vita delle banche e dei loro clienti, avevano bisogno di tempo, di tantissimo lavoro e anche di errori per dispiegare pienamente le loro potenzialità. L'esperienza di questi ultimi anni ci ha insegnato anche che ormai nessuna sfida può dirsi definitivamente vinta. Il vantaggio competitivo raggiunto da un operatore innovativo dura sempre di meno e la concorrenza mette sempre più velocemente a rischio le posizioni consolidate. A mio parere, abbiamo solo

cominciato a sentire gli effetti della competizione e dell'abilità innovativa che essa richiede. Perciò il cambiamento dei paradigmi tecnologici (e anche organizzativi) non va contrastato (sarebbe illusorio), ma va governato.

La seconda rivoluzione tecnologica: telematica e banca a distanza

Oggi stiamo vivendo la seconda rivoluzione tecnologica. La prima, negli anni Ottanta, ha riguardato i grandi sistemi e l'automazione degli uffici. Attualmente la tecnologia di punta è quella delle telecomunicazioni coniugate con l'informatica: *internet banking*, telefonia mobile (wap e umts), *teletext* e *web-tv*. Ormai l'*home banking* è confluito in questa nuova differenziazione dei canali di accesso.

Questo sviluppo ha due implicazioni, che per le banche hanno segno opposto. Da una parte, il matrimonio fra informazione e telecomunicazioni consente la trasmissione a basso costo e in tempo reale di informazioni pressoché ovunque e permette di raggiungere fasce di clientela molto evoluta, con prodotti nuovi. Dall'altra, accelera le tensioni concorrenziali perché modifica la struttura competitiva del mercato e minaccia seriamente le prospettive reddituali. In particolare:

- rafforza la posizione contrattuale del cliente. Per mantenerne la fidelizzazione, la banca deve aumentare l'investimento in quella che chiamo "attenzione al cliente";
- riduce la segmentazione del mercato (geografica, normativa, comportamentale, linguistica, ecc.) e la differenziazione dei prodotti, aumentando la minaccia di sostituti;
- aumenta la concorrenza tra le banche, che hanno intrapreso impegnativi progetti d'investimento per lo sviluppo dell'offerta di *i-banking*;
- abbatte le barriere all'ingresso per i competitori, anche provenienti da settori non bancari.

L'insieme di questi fattori spinge alla frammentazione della catena del valore del settore bancario e finanziario: gli intermediari potrebbero vedersi costretti o attratti dal desiderio di specializzarsi in una o più delle tre distinte fasi del processo, ciascuna avente diversi fattori critici di

successo. Per la produzione, i fattori critici sono controllo dei costi (efficienza, dimensioni, economie di scala) e qualità (*performance, track record*). Per l'attività di supporto operativo e logistico, i fattori critici sono ancora controllo dei costi (efficienza, dimensioni, economie di scala) e tecnologia. Per la distribuzione, infine, il fattore critico principale è la gestione della relazione con il cliente (*Customer Relationship Management, CRM*).

L'esperienza italiana degli ultimi anni è una chiara testimonianza di queste implicazioni. Tutte le banche si sono precipitate a offrire servizi di *Internet banking*, ma in modo contraddittorio. L'utente dei servizi bancari via Internet ha un profilo interessante per il business finanziario, ma la redditività unitaria dell'*i-banking* non è elevata, tutt'altro! Inoltre, nella maggior parte dei casi, chi ha offerto servizi di *i-banking* non è riuscito a diversificare sufficientemente la propria offerta dalle semplici funzioni di tipo dispositivo (bonifici e operatività in titoli) e informativo.

Le banche tradizionali che sono entrate in Internet hanno dovuto affrontare anche altri due fattori critici. Innanzi tutto, tra i nuovi competitori ci sono operatori che partono già "leggeri", "puliti", senza lacci organizzativi, contrattuali. Alcuni competitori arrivano dalla grande distribuzione, per cui possono contare su una massa critica di clientela notevole. Altri provengono dall'industria. Altri ancora dalle telecomunicazioni. Tutti questi concorrenti delle banche tradizionali sono in grado di attuare processi sinergici con le loro produzioni e i loro servizi. Addirittura, negli Stati Uniti un'azienda di pompe funebri (la Hillenbrand Industries) è entrata nel settore dei servizi finanziari, ottenendo una sorta di licenza bancaria. Quando l'ho appreso mi sono un po' incupito: significa forse, mi sono chiesto, che l'attuale rivoluzione informatica può suonare la campana a morto per le banche? Ho però anche sorriso: non credo in un simile esito, perché finora le banche e il sistema finanziario sono sempre riusciti a

sfruttare positivamente il progresso tecnologico.

Tuttavia i pericoli esistono, come dimostra il caso del *Trading on line* (TOL), che stiamo forse uccidendo nella culla e costituisce forse il caso più rilevante di autolesionismo da competizione. Infatti in Italia questo mercato appare già saturo. Si è assistito all'entrata di un numero elevato di operatori (sono attualmente più numerosi che nel Regno Unito), probabilmente perché la domanda è stata sovrastimata in un momento di forte crescita dei mercati mobiliari. Questa sovrastima forse è stata facilitata da fattori congiunturali quali un ritorno dell'investimento diretto personale e un deciso aumento dell'effetto speculativo (si veda il successo dei *covered warrant*). Ma ci sono, a mio avviso, altri elementi. Per esempio, l'offerta in termini di prezzi è indifferenziata: tutti gli operatori si sono posizionati su commissioni molto basse, inferiori alla media europea, che a sua volta è più bassa della media Usa. Addirittura, alcuni operatori italiani offrono operazioni a costo zero. Con quali effetti sulla redditività è facile immaginare. Ma anche questa dichiarazione può risultare azzardata, perché comunque con il TOL si crea traffico e si aumentano i volumi (come avviene nella grande distribuzione) e possono perciò nascere occasioni di vendita collaterali di altri prodotti e servizi.

Opzioni strategiche e implicazioni organizzative

Come uscire da questa situazione così contraddittoria? Due approcci strategici si aprono alle banche. La banca diretta in senso proprio (cioè banca priva di sportelli). La logica di business è assolutamente diversa da quella tradizionale: fa premio la capacità di generare traffico sulla rete e il confronto competitivo è con soggetti diversi dalle banche in senso stretto. E poi Internet come canale aggiuntivo rispetto a quelli tradizionali. In questo caso, il canale remoto risente di alcuni condizionamenti sfavorevoli: basso valore aggiunto dall'operatività, spiccata mobilità della clientela, limiti nello sviluppo e nell'aggiornamento sotto il profilo tecnologico (non è il canale di punta!). Sostanzialmente questo secondo approccio si inquadra in una politica di multicanalità.

Quale che sia la scelta, un gruppo bancario oggi si pone un dilemma shakespeariano. Cioè: deve "cannibalizzare" la propria clientela? E se non lo fa, non rischia di farsela portare via dai concorrenti che competono con canali diretti? Il vero problema non sembra quindi se utilizzare o meno l'*i-banking*, soprattutto come canale aggiuntivo, ma determinare il corretto marketing mix tra i diversi canali. A questo proposito, c'è un altro elemento che sembra contraddire la tendenza lineare verso la virtualità. Secondo alcuni, il canale Internet e gli altri strumenti che consentono di fare banca a distanza avrebbero dovuto ridurre radicalmente il numero degli sportelli. In realtà, in Italia abbiamo visto che finora, seppur di poco, gli sportelli aumentano. Inoltre il mercato della compravendita di negozi o stabilimenti bancari (come amo definirli) pare piuttosto intenso.

Il versante corporate

La maggior parte delle iniziative sin qui adottate si rivolgono al mercato *retail*. Credo invece che le maggiori prospettive di utilizzo dei canali tecnologici si trovino probabilmente dove ancora non le abbiamo cercate in modo sistematico: sul versante *corporate*, dove si rilevano limitate forme di offerta di servizi (peraltro neanche da tutti i competitori), quali informazioni sui finanziamenti agevolati, *software* per il *check-up* della propria posizione finanziaria e il *cash management*. È importante rilevare come, almeno per l'operatività ordinaria, tutta la clientela corporate è potenzialmente clientela per l'*i-banking*.

Infatti il *benchmark*, costituito dall'esperienza statunitense, indica che il più rilevante business bancario connesso a Internet è quello dei pagamenti e dei relativi sistemi di sicurezza. Ora, per quanto concerne la configurazione di un business autonomo, puro, di soli servizi connessi al sistema dei pagamenti non vedo in Italia iniziative specifiche.

Per quanto concerne invece la fornitura di sicurezza va detto, e ciò mi pare inevitabile, che come in tutti i business nuovi, siamo in presenza di una forte componente di *learning by doing*. Cioè si sta imparando cosa fare e si sta verificando che allo stato attuale le banche possono essere presenti nelle piattaforme elettroniche sia nel B2B sia nel B2C in qualità di fornitrici di servizi rilevanti. Esse infatti possono garantire l'affidabilità dei venditori e soprattutto possono garantire la solvibilità degli acquirenti. E speriamo di non assistere a un altro atto di killeraggio!

Conclusioni

Forse questo contributo, più che a chiarire, ha contribuito a creare nuove domande. In chiusura perciò riprendo alcune considerazioni che ho fatto all'inizio e riassumo quelli che possono essere gli elementi indispensabili a una banca che oggi vuole vincere nel mercato:

- multicanalità (ruolo forte dei canali remoti, piena esposizione del proprio mercato *captive* all'offerta via Internet), per offrire al cliente la completa flessibilità di scelta;
- ridisegno della rete filiali e del *lay out* tenendo conto delle nuove possibilità tecnologiche. Ad esempio, valutando fortemente i vantaggi del *broadband*;
- offerta multiprodotto e *multibrand*;
- rafforzamento del marchio proprietario (investimenti in marketing e comunicazione).
- network di alleanze con partners nei settori telecomunicazioni, media, retailers (Intesa ha diverse Filiali in Store).
- modelli organizzativi capaci di servire il cliente con la massima flessibilità, attrarre talenti, sperimentare soluzioni, essere trasparenti verso i mercati

Ripeto un concetto-chiave: se una banca vuole davvero competere con successo, non può che mettere al centro delle sue strategie il cliente che ha bisogno comunque di fisicità, ma qualitativa. Non si può assolutamente prescindere dall'innovazione tecnologica. Ovviamente rispettando tutte le condizioni di economicità necessarie. In questo senso, la lezione del crollo dei paradigmi della *new economy* deve insegnarci che i fondamentali sono e si manterranno sempre validi. Però le nuove tecnologie ci insegnano anche ad avvicinarci a fasce di clientela seguendo - o meglio ancora, anticipando - le loro esigenze diversificate. Credo che Internet, telefono, PC, TV e

i-banking siano strumenti utilissimi anche per la fidelizzazione del cliente, perché liberano alcuni rapporti da quella fisicità, da quella presenza che non ha qualità. Non ha più senso che il cliente chieda il proprio saldo o che disponga pagamenti in forma cartacea recandosi direttamente in banca. Queste e numerose altre operazioni possono ormai essere abbandonate da fasce di clientela crescenti.

Ma ciò non vuol dire che la banca si "spersonalizza". Può e deve accadere il contrario se l'uso della tecnologia viene concepito correttamente. Accennavo poc'anzi alle funzioni di consulenza: oggi il cliente può ottenere da Internet tutte le informazioni che vuole, fare tutti i confronti che desidera. Ma per operare scelte, ha bisogno di confrontarsi con un professionista. Ecco la fisicità di qualità. Il rapporto fra banca e cliente diventa più ricco grazie a due fattori: investimento tecnologico e investimento nelle persone. Se uno dei due manca, non c'è strategia che garantisca il successo.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Accenture
Associazione Italiana delle Società ed Enti di Gestione Mobiliare ed Immobiliare
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Mantovana S.p.A.
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Torino S.p.A.
Banca Cattolica S.p.A.
Banca di Cividale S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca Credito Popolare
Banca Fideuram S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca di Legnano
Banca Lombarda Spa
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediocredito S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Adriatico
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino
Banca Popolare Commercio e Industria
Banca Popolare di Crema
Banca Popolare di Cremona
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare dell'Irpinia
Banca Popolare Jonica
Banca Popolare di Lodi
Banca Popolare di Luino e Varese S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare Sant'Angelo
Banca Popolare Santa Venera S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Verona - Banco S. Geminiano e S. Prospero
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma
Banca di San Marino

Banca di Sassari S.p.A.
 Banca Sella S.p.A.
 Banca Toscana S.p.A.
 Banca dell' Umbria 1462 S.p.A.
 Banca di Valle Camonica S.p.A.
 Banca 121 S.p.A.
 Banco di Chiavari e della Riviera Ligure S.p.A.
 Banco di Desio e della Brianza
 Banco di Napoli S.p.A.
 Banco di Sardegna S.p.A.
 Banco di Sicilia S.p.A.
 Bipop-Carire S.p.A.
 Borsa Italiana S.p.A.
 Carichieti S.p.A.
 Carifermo S.p.A.
 Carinord Holding S.p.A.
 Cariverona Banca S.p.A.
 Cassa Lombarda S.p.A.
 Cassamarca S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
 Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Fano S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Gorizia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Mirandola S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
 Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
 Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
 Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
 Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Spoleto S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Udine e Pordenone S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
 Centrale dei Bilanci
 Centrobanca
 Citco Bank Nederland N. V.
 Credito Artigiano S.p.A.
 Credito Bergamasco
 Credito Emiliano S.p.A.
 Credito Fondiario Toscano
 Credito Italiano S.p.A.
 Credito Valtellinese
 Deutsche Bank S.p.A.
 Efibanca S.p.A.
 Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
 Federcasse
 ICCRI - Banca Federale Europea S.p.A.
 Interbanca S.p.A.
 Intesa Bci S.p.A.
 Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
 Mediocredito Fondiario Centro Italia S.p.A.
 Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.

Mediocredito dell'Umbria S.p.A.
Mediovenezie Banca S.p.A.
Meliorbanca Gallo & C. S.p.A.
Rolo Banca 1473 S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Euros S.p.A. - Cefor & Istinform Consulting
Finsibi S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Monte Titoli
Sofid S.p.A.
Tesi

**PUBBLICAZIONI A CURA DELL'ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA**

A stampa

- LA RIFORMA STRALCIO DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E LA PICCOLA RIFORMA DELLA BORSA VALORI, Ed. Vita e Pensiero, 1975.
- IL MARKETING BANCARIO, a cura di E.T. Brioschi, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
- MONETA E POLITICA MONETARIA IN ITALIA, a cura di P. Ranci, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
- LE OPERAZIONI BANCARIE, a cura di G. B. Portale, Ed. Giuffrè 1978.
- I TITOLI DI CREDITO, a cura di G.L. Pellizzi, Ed. Giuffrè, 1980.
- LA RESPONSABILITÀ PENALE DELL'OPERATORE BANCARIO, a cura di M. Romano, Ed. Il Mulino, 1980.
- ANALISI DELLE SERIE STORICHE, a cura di L. Santamaria, Ed. Il Mulino, 1981.
- CONGIUNTURA E POLITICA MONETARIA, a cura di G. vaciago, Ed. Il Mulino, 1981.
- RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE, E NUOVI STRUMENTI DI RICORSO AL MERCATO, a cura di Giuseppe B. Portale, Ed. Giuffrè, 1983.
- STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Balossino, G. Di Stefano, A. Fusconi, P. Genoni, Ed. Franco Angeli, 1983.
- ORGANIZZAZIONE ED EFFICIENZA NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Fusconi, Ed. Franco Angeli, 1985
- LA LEGGE 216 DIECI ANNI DOPO: ASPETTI SOCIETARI, a cura di G.E. Colombo, F. Cesarini, Ed. Giuffrè, 1985.
- CRISI DI IMPRESA E AMMINISTRAZIONE CONTROLLATA, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, A. Provasoli, B. Quatraro, Ed. Giuffrè, 1986.
- GLI IMPEGNI E RISCHI DELL'IMPRESA BANCARIA: PROFILI CONTABILI E GIURIDICI, a cura di S. De Angeli, Ed. Franco Angeli, 1986.
- LA GESTIONE DELLA FUNZIONE FINANZIARIA NELLE AZIENDE DI CREDITO: I PROFILI TECNICI E DI SVILUPPO ORGANIZZATIVO, a cura di A. Fusconi, A. Patarnello, Ed. Franco Angeli, 1989.
- LE DIRETTIVE DELLA C.E.E. IN MATERIA BANCARIA, a cura di F. Cesarini, S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 1991.
- INTERMEDIARI E MERCATI FINANZIARI IN FRANCIA, a cura di M. Anolli, A. Patarnello, Ed. Il Mulino, 1991.
- IL SISTEMA FINANZIARIO TEDESCO, a cura di A. Banfi, R. Locatelli, C. Schena, Ed. Il Mulino, 1991.
- IL SISTEMA FINANZIARIO DEL REGNO UNITO E LA CONCORRENZA NEL RETAIL BANKING, a cura di M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1992.
- IL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO E L'INTEGRAZIONE EUROPEA, a cura di A. Barzaghi, Ed. Il Mulino, 1993.
- TENDENZE E PROSPETTIVE DELLA RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA, a cura di F. Cesarini, V. Conti, M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1994.
- L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE, a cura di L. Nieri, Ed. Il Mulino, 1994.
- TENDENZE E PROSPETTIVE DEL RISPARMIO GESTITO, a cura di A. Banfi, M. L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1998

Ciclostilati

IL MARKETING BANCARIO - 21/23 marzo 1974.

LA RILEVAZIONE DEI COSTI IN BANCA - 6/7 giugno 1974.

GLI ASPETTI FISCALI DEL BILANCIO BANCARIO - 27/28 novembre 1974.

LA CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - 24 giugno 1975.

IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA - 1977.

OPERAZIONI BANCARIE: PROFILI GIURIDICI (1ª parte) - 1977.

ASPETTI TECNICI E GIURIDICI DELLE NEGOZIAZIONI DI BORSA - 1977.

IL NUOVO DIRITTO DI FAMIGLIA E I SUOI RIFLESSI SULLE OPERAZIONI DI BANCA - 1977.

ASPETTI GIURIDICI DELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO - 1977.

PROBLEMI DI DIRITTO SOCIETARIO - 1980.

QUADERNI PUBBLICATI

- N. 1 «LA BANCA IN UN MONDO CHE MUTA»
prof. Gaetano Stammati - 14 gennaio 1976
- N. 2 «L'OPERATORE DI BORSA»
prof. Gerardo Santini - 25 maggio 1976
- N. 3 «I CONTRATTI DI BORSA E LA SPECULAZIONE»
prof. Francesco Masera - 19 novembre 1976
- N. 4 «STRUTTURA E ORGANIZZAZIONE DI UN'AZIENDA DI CREDITO A CARATTERE NAZIONALE»
dott. Innocenzo Monti - 21 marzo 1977
- N. 5 «IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA E LE RIVELAZIONI CREDITIZIE DELLA BANCA D'ITALIA»
dott. Giuseppe Mascetti - 2 giugno 1977
- N. 6 «ASSICURAZIONE E FINANZIAMENTO DEL CREDITO ALL'EXPORT»
dott. Rinaldo Ossola - 10 giugno 1977
- N. 7 «PROBLEMI E STRATEGIE DELLA POLITICA MONETARIA»
prof. Giacomo Vaciago - 31 marzo 1977
- N. 8 «MERCATO OBBLIGAZIONARIO E VINCOLO DI PORTAFOGLIO»
dott. Bruno Bianchi - 31 marzo 1977
- N. 9 «IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO PUBBLICO»
prof. Dino Piero Giarda - 1 aprile 1977
- N. 10 «L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE»
dott. Cesare Caranza - 1 aprile 1977
- N. 11 «IL VINCOLO ESTERNO ALLO SVILUPPO DELL'ECONOMIA ITALIANA»
dott. Giovanni Magnifico - 1 aprile 1977
- N. 12 «LA POLITICA VALUTARIA NEL 1975/76»
dott. Carlo Santini - 1 aprile 1977
- N. 13 «OBIETTIVI INTERMEDI E FINALI DELLA POLITICA MONETARIA»
prof. Giacomo Vaciago - marzo 1978
- N. 14 «CONTROLLI DI VIGILANZA E LORO RIFLESSI SULLA ORGANIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO»
dott. Vincenzo Desario - ottobre 1978
- N. 15 «STATI UNITI E ITALIA: DUE SISTEMI BANCARI A CONFRONTO»
prof. Frank Tamagna - 9 novembre 1978
- N. 16 «THE INSTABILITY AND THE RESILIENCE OF AMERICAN BANKING (1946-1978)»
(«Instabilità finanziaria e capacità di reazione delle banche americane»)
prof. Hyman P. Minsky - 8 febbraio 1979
- N. 17 «INTRODUZIONE ALLO STUDIO DEL DIRITTO PENALE BANCARIO»
prof. Mario Romano - 4 aprile 1979

- N. 18 **«FRODI VALUTARIE E RESPONSABILITÀ PENALE DEI DIPENDENTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO»**
prof. Federico Stella - 4/6 aprile 1979
- N. 19 **«EFFETTI DELL'INFLAZIONE SUI MERCATI FINANZIARI»**
prof. Franco Modigliani - 18 settembre 1979
- N. 20 **«IL CONTROLLO INTERNO E L'ISPETTORATO GENERALE DELLE BANCHE FRANCESI»**
Pierre Greder - novembre 1979
- N. 21 **«VERSO UN MERCATO EUROPEO DI VALORI MOBILIARI?»**
Christopher Tugendhat - 25 gennaio 1980
- N. 22 **«CONSIDERAZIONI PER IL VERTICE ECONOMICO DI VENEZIA»**
Richard N. Gardner - 12 febbraio 1980
- N. 23 **«LA RECENTE POLITICA DEL CREDITO E DEL CAMBIO DEGLI STATI UNITI»**
prof. Frank Tamagna - 6 dicembre 1979
- N. 24 **«LA MONETA È IMPORTANTE?»**
Paul Davidson - 31 marzo 1980
- N. 25 **«RIFLESSIONI SULLA POLITICA MONETARIA (1979-1980)»**
prof. Giacomo Vaciago - 13 marzo 1980
- N. 26 **«IL CONTROLLO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE NELLA NUOVA LEGGE BANCARIA BRITANNICA»**
prof. J.R.S. Revell - 8 maggio 1980
- N. 27 **«PREVISIONI, STRUMENTI D'ANALISI E VINCOLI NELLA GESTIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA»**
dott. Ulpiano Quaranta - 13 marzo 1980
- N. 28 **«LE FUNZIONI ISPETTIVE NELLE BANCHE ITALIANE OGGI»**
Carmine De Robbio - 5/9 maggio 1980
- N. 29 **«OPINIONI E COMPORTAMENTI DEGLI OPERATORI BANCARI: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**
Francesco Cesarini, Pier Domenico Gallo - maggio 1980
- N. 30 **«EFFETTI DELL'AUTOMAZIONE SUI PROCESSI OPERATIVI DECISIONALI DELLA BANCA D'ITALIA»**
dott. Antonio Finocchiaro - 2 giugno 1980
- N. 31 **«ALCUNE OSSERVAZIONI SULLA FORMAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI»**
dott. Lucio Rondelli - 28 gennaio 1981
- N. 32 **«L'INCIDENZA DELLA FUNZIONE MONETARIA E DEI SERVIZI BANCARI SULL'ECONOMIA DELLA BANCA»**
prof. Tancredi Bianchi - 13 marzo 1981
- N. 33 **«I RIFLESSI SULLA GESTIONE E SULLA PROFESSIONE BANCARIA DEI DIVERSI STRUMENTI E DELLE NUOVE FORME DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA»**
Urbano Aletti, Francesco Cesarini, Franco Riccardi - aprile 1981

- N. 34 **«LA RIFORMA DEI TITOLI DI CREDITO IN SPAGNA»**
Evelio Verdera y Tuells - 9 novembre 1981
- N. 35 **«GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE SUL MERCATO MONETARIO»**
dott. Bruno Bianchi - 2 dicembre 1981
- N. 36 **«IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE UNGHERESE NELL'ECONOMIA E NELL'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO»**
dott. Tamas Bacskai - 16 marzo 1982
- N. 37 **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA IN BANCA E FUORI BANCA»**
Giuseppe Antonio Banfi, Pierandrea Dosi Delfini, Marcello Melani, Vincenzo Mosca, Giacomo Vaciago - febbraio 1982
- N. 38 **«BANCHE E ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE: COMPLEMENTARIETÀ, CONCORRENZA O SOVRAPPOSIZIONE?»**
Luigi Arcuti, Francesco Cesarini, Federico Pepe, Maurizio Sella, Ermanno Veronesi - febbraio 1982
- N. 39 **«LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO: EFFETTI DELLA POLITICA MONETARIA E RIFLESSI SUI MERCATI»**
Franco Cotula - febbraio 1982
- N. 40 **«GLI EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI SISTEMI ELETTRONICI DI TRASFERIMENTO DI FONDI SULLA POLITICA»**
prof. J.R.S. Revell - 3 giugno 1982
- N. 41 **«ASPETTI ISTITUZIONALI ED OPERATIVI DEL MERCATO DEI BUONI ORDINARI DEL TESORO IN ITALIA»**
Fiorenzo Di Pasquali - 9 febbraio 1982
- N. 42 **«ASPETTI FUNZIONALI E DI MERCATO DEGLI STRUMENTI DI RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**
Francesco Cesarini - settembre 1982
- N. 43 **«ASPETTI ECONOMICI E TECNICI DEL CAPITALE PROPRIO DELLE BANCHE»**
Marco Onado - settembre 1982
- N. 44 **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE PUBBLICHE»**
Fabio Merusi - settembre 1982
- N. 45 **«I PRESTITI POSTERGATI NEL DIRITTO ITALIANO»**
Gian Franco Campobasso - settembre 1982
- N. 46 **«TITOLI "ATIPICI" E LIBERTÀ DI EMISSIONE NELL'AMBITO DELLE STRUTTURE ORGANIZZATIVE DELLA GRANDE IMPRESA »**
Antonio Pavone La Rosa - settembre 1982
- N. 47 **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO (PROBLEMI E IPOTESI)»**
Giuseppe B. Portale - settembre 1982
- N. 48 **«RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**
Giovanni L. Pellizzi - settembre 1982
- N. 49 **«L'ABBANDONO DEGLI ESTREMISMI NELLA POLITICA MONETARIA»**
Guido Carli - 20 gennaio 1983

- N. 50 «INSEDIAMENTI BANCARI ED EFFICIENZA DEL SISTEMA CREDITIZIO»
Claudio Conigliani - 10 febbraio 1983
- N. 51 «LO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ PARABANCARIA ED IL RUOLO DELLE BANCHE»
Giambattista Marchesini - 6 giugno 1983
- N. 52 «IL PARABANCARIO E L'INNOVAZIONE FINANZIARIA ASPETTI GIURIDICI DELL'EMISSIONE DEI TITOLI ATIPICI»
Giovanni L. Pellizzi - 14 giugno 1983
- N. 53 «L'ESPANSIONE TERRITORIALE NELLA STRATEGIA DELLE AZIENDE DI CREDITO»
Luigi Orombelli - 9 febbraio 1983
- N. 54 «PRESENTAZIONE DEL VOLUME "STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO": UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»
Lamberto Dini - 21 ottobre 1983
- N. 55 «STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO: UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»
Parte seconda.
F. Pepe, A. Balossino, G. Di Stefano - 21 ottobre 1983
- N. 56 «COMPETITIVITÀ INNOVAZIONE ED EFFICIENZA NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»
Nerio Nesi - 13 febbraio 1984
- N. 57 «STRUTTURA, OPERATORI ED EVOLUZIONE TECNICA DEL MERCATO DEI FONDI INTERBANCARI IN ITALIA (1979-1982)»
Arturo Patarnello - marzo 1984
- N. 58 «LA TUTELA DEL RISPARMIO BANCARIO»
Tancredi Bianchi - aprile 1984
- N. 59 «IL MERCATO FINANZIARIO DOPO LA LEGGE 216»
Guido Rossi - maggio 1984
- N. 60 «BANCA E BORSA DI FRONTE AL PROBLEMA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE»
U. Aletti, H. Bieler, F. Cesarini, L. Orombelli, G.M. Roveraro - giugno 1984
- N. 61 «LINEAMENTI DEL TESSUTO INDUSTRIALE ITALIANO NEL SISTEMA DELLE STATISTICHE ISTAT»
Guido Rey - giugno 1984
- N. 62 «SISTEMA CREDITIZIO E FINANZIAMENTO DELLA CASA: I RISULTATI DI UN'INDAGINE»
Maria Luisa Di Battista - agosto 1984
- N. 63 «PROCESSI DI FORMAZIONE DEL REDDITO D'ESERCIZIO NELLE AZIENDE DI CREDITO E LORO VARIAZIONI»
Lucio Motta - ottobre 1984
- N. 64 «GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ BANCARIA E EFFICIENZA DEL MERCATO MONETARIO»
B. Bianchi, P. Boaretto, R. Franceschini - novembre 1984

- N. 65 «UN PROFILO PER UN SISTEMA»
Francesco Cingano - dicembre 1984
- N. 66 «LA GARANZIA DEI DEPOSITI»
Giannino Parravicini - febbraio 1985
- N. 67 «TEORIA E PRASSI DELLA VIGILANZA BANCARIA: ALCUNE RIFLESSIONI»
Edward P.M. Gardener - aprile 1985
- N. 68 «GLI INTERVENTI SULLA STRUTTURA E SULL'OPERATIVITÀ DEL SISTEMA CREDITIZIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»
V. Pontolillo, E. Ugolini, F. Battini - aprile 1985
- N. 69 «LA CONCORRENZA BANCARIA DOPO L'ACCANTONAMENTO DEL MASSIMALE»
G. Carosio, E. Ceccatelli, A. Ceola - maggio 1985
- N. 70 «LE PARTECIPAZIONI DELLE GRANDI BANCHE TEDESCHE: ASPETTI QUANTITATIVI E DISCIPLINA PRUDENZIALE»
Rossella Locatelli - maggio 1985
- N. 71 «STRUTTURA E COSTI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA NEL MERCATO MOBILIARE E GESTIONE ACCENTRATA DEI TITOLI»
Ernesto Ugolini - giugno 1985
- N. 72 «L'UTILIZZO DELLE ANALISI DI SETTORE NELL'ISTRUTTORIA DEI FIDEL»
P. Brasca, A. Geremia, A. Martelli, P.L. Novello, C. Porcari - settembre 1985
- N. 73 «CONCORRENZA E CONTROLLI NELLE OPINIONI DEL MANAGEMENT BANCARIO»
M.L. Di Battista, A. Patarnello - settembre 1985
- N. 74 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL SISTEMA CREDITIZIO»
E. Ceccatelli, V. Desario, L. Frey, S. Isgrò, G. Marchesini - febbraio 1986
- N. 75 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL MERCATO IMMOBILIARE»
G. Caprara, E. Fumagalli, P. Iovenitti, G. Lombardo, U. Verecondi Scortecchi - febbraio 1986
- N. 76 «NUOVI PROFILI DELL'ORDINAMENTO DEL MERCATO MOBILIARE E LA POSIZIONE DELLA CONSOB»
Franco Piga - febbraio 1986
- N. 77 «GLI SVILUPPI E LE PROSPETTIVE DEL MERCATO AZIONARIO»
U. Aletti, M. Vitale - marzo 1986
- N. 78 «DIMENSIONE, COMPOSIZIONE E COSTO DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO DAL 1861 AL 1985»
F. Spinelli, S. Formentini - febbraio 1987
- N. 79 «I BUONI (ORDINARI) DEL TESORO»
G.L. Calvi - febbraio 1987
- N. 80 «TENDENZE DI MEDIO PERIODO NEI MERCATI DEL CREDITO»
P.D. Gallo, S. Molinari, O. Salamone - aprile 1987
- N. 81 «LE RISPOSTE DELL'INDUSTRIA BANCARIA AI CAMBIAMENTI»
T. Bianchi, A. Cova - aprile 1987

- N. 82 **«LA GESTIONE DEL PASSIVO E I NUOVI SERVIZI BANCARI»**
P. Forti, S. De Bernardis - maggio 1987
- N. 83 **«ASPETTI EVOLUTIVI DELLA GESTIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO E I SUOI RIFLESSI SUL BILANCIO D'ESERCIZIO»**
F. Gianani - maggio 1987
- N. 84 **«LE CARATTERISTICHE E GLI EFFETTI SULLA GESTIONE BANCARIA DEI RISCHI CONNESSI ALLE "OFF BALANCE SHEET TRANSACTIONS"»**
M. Oriani - giugno 1987
- N. 85 **«GLI INTERMEDIARI DI BORSA: PROSPETTIVE A CONFRONTO»**
F. Cesarini, P. Marchetti, M.T. Tebaldi - luglio 1987
- N. 86 **«GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI SUL SISTEMA FINANZIARIO BRITANNICO»**
P. Fandella - febbraio 1988
- N. 87 **«STRUTTURA E PROSPETTIVE DEI GRUPPI BANCARI IN ITALIA»**
G. Schena - febbraio 1988
- N. 88 **«L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO»**
G. Zandano, T. Bianchi, W.G. Verhoeven, F. Pepe - maggio 1988
- N. 89 **«IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELLA PROSPETTIVA DEL 1992»**
E. Filippi, M. Sella, G. Frigeri - maggio 1988
- N. 90 **«RIFLESSI SULLA GESTIONE BANCARIA DELL'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE»**
U. Aletti, C. Faissola, E. Monti - giugno 1988
- N. 91 **«BANCHE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE SUL MERCATO AZIONARIO: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**
F. Cesarini - giugno 1988
- N. 92 **«IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO»**
V. Brocci, A. Tucci - ottobre 1988
- N. 93 **«LA REDDITIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO NELLA PROSPETTIVA DI EVOLUZIONE STRUTTURALE DEL SISTEMA»**
T. Bianchi, F. Bizzocchi, G. Carducci - giugno 1989
- N. 94 **«UN SISTEMA ESPERTO PER LA GESTIONE DELLA TESORERIA»**
M. De Marco, G. Grassano, S. De Bernardis, F. Gardin, C. Rossignoli, I. Zaniboni, H. Taylor, G. Trotta - luglio 1989
- N. 95 **«POSIZIONE COSTITUZIONALE E FUNZIONI AMMINISTRATIVE DEL C.I.C.R. NELL'AMBITO DELL'ORDINAMENTO DEL CREDITO»**
E. Balboni, G. Massoli - luglio 1989
- N. 96 **«LINEE EVOLUTIVE NELL'ORGANIZZAZIONE BANCARIA»**
A. Balossino - gennaio 1990
- N. 97 **«ASPETTI TECNICI DELLA POLITICA DI IMPIEGO»**
T. Bianchi, P. Bongianino, A. Finotti, L. Sibani, G. Osculati - maggio 1990
- N. 98 **«TENDENZE EVOLUTIVE DELLA POLITICA DI RACCOLTA»**
C. Faissola, E. Veronesi, M. Nonni - maggio 1990

- N. 99 «LA BANCA E L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI»
L. Rondelli, M. Sella - maggio 1990
- N. 100 «I PROSPETTI DI RICLASSIFICAZIONE E DI DETTAGLIO NELLA DOCUMENTAZIONE INTEGRATIVA DEI BILANCI BANCARI, I RISULTATI DI UN'INDAGINE»
P. Benigno - giugno 1990
- N. 101 «SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» I PARTE
A. Tarola, D. Qualeatti, P. Di Blasi, P. Salamone - settembre 1990
- N. 102 «SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» II PARTE
A. Pincherle, C. Rossignoli, R. Virtuani, M. Atzeni - settembre 1990
- N. 103 «L'ASSET & LIABILITY MANAGEMENT STRATEGICO NELLE BANCHE ITALIANE»
M. Carrara - novembre 1990
- N. 104 «EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO: VALUTAZIONI DI SINTESI»
F. Cesarini, M.L. Di Battista, V. Conti, A. Patarnello, R. Locatelli - dicembre 1990
- N. 105 «EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO»
T. Bianchi, M. Nonni - gennaio 1991
- N. 106 «I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»
F. Cesarini, T. Bianchi, G. Trombi - aprile 1991
- N. 107 «SVILUPPO DEI MERCATI E GESTIONE BANCARIA»
L. Rondelli, M. Mauro, G. Vaciago - maggio 1991
- N. 108 «I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»
P.D. Gallo, P. Baratta, P. Gnes - giugno 1991
- N. 109 «TRASPARENZA E COMPARABILITÀ DEL BILANCIO D'ESERCIZIO DELLE AZIENDE DI CREDITO»
P. Golia, A. Marchesi - novembre 1991
- N. 110 «GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATIZZAZIONI»
T. Bianchi - novembre 1991
- N. 111 «IL SISTEMA INFORMATIVO DI MARKETING "MINIMALE"»
A.A. Astolfi, G. Brioschi, F. Di Tizio, P. Rigamonti, A. Variati - novembre 1991
- N. 112 «IL CREDITO DI ULTIMA ISTANZA»
Carlo Azeglio Ciampi - febbraio 1992
- N. 113 «PROSPETTIVE E SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI»
P. Marchetti, B. Bianchi, U. Aletti, L. Rondelli, S. Lo Faso - aprile 1992
- N. 114 «PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»
C. Salvatori, L. Arcuti, A. Molendi, G. Mazzarello, G. Ferretti, C. Tresoldi - aprile 1992

- N. 115 «PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»
F. Cesarini, T. Bianchi, F. Passacantando, V. Conti - aprile 1992
- N. 116 «L'ATTUALE SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI SOTTO IL PROFILO DELLE COMUNICAZIONI DELLA VIGILANZA E DELLA TRASPARENZA»
M. Cardillo - settembre 1992
- N. 117 «LE PROSPETTIVE DELLA BANCA SPAGNOLA VERSO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA IN EUROPA»
J. Quesada - settembre 1992
- N. 118 «INSIDER TRADING: CONSIDERAZIONI E PERPLESSITÀ»
A. Mignoli - ottobre 1992
- N. 119 «LE PROSPETTIVE DEL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO NELL'ATTUALE CONGIUNTURA EUROPEA»
F. Perez, E. Coletti, F. Kerbaker, A. Pironti - febbraio 1993
- N. 120 «I CANALI DI DISTRIBUZIONE DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE»
P.D. Gallo, D. Conti, M. Corradi, F. Del Nero - marzo 1993
- N. 121 «IL COSTO DEL LAVORO NELLE AZIENDE DI CREDITO»
T. Bianchi, C. Faissola, G. Trombi, L. Dini - aprile 1993
- N. 122 «I RAPPORTI TRA BANCA E IMPRESA»
F. Frasca, F. Cesarini, G. Cirila, L. Rondelli - aprile 1993
- N. 123 «IL TRATTAMENTO FISCALE DEI RISCHI SU CREDITI»
F. Gallo - gennaio 1994
- N. 124 «PER UNA CREDIBILE INFORMAZIONE SOCIETARIA»
ovvero: L'ETICA DELL'INFORMAZIONE AZIENDALE
T. Bianchi, E. Berlanda, R. Tronchetti Provera, A. Zappi - marzo 1994
- N. 125 «LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE E LE PROSPETTIVE»
M. Venturino - marzo 1994
- N. 126 «IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEI MERCATI LOCALI»
L. Gentilini, G. Testoni, M. Näef - maggio 1994
- N. 127 «LA PRASSI DEI FIDI MULTIPLI E L'EVOLUZIONE DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA»
P. Marullo Reedtz, A. Ceola, A. Geremia, C. Scarenzio - maggio 1994
- N. 128 «COMPORAMENTI DELLE BANCHE, MODIFICHE ISTITUZIONALI ED EVOLUZIONI DEL MERCATO MOBILIARE»
T. Bianchi, A. Ventura, E.G. Bruno, B. Bianchi, V. Desario - maggio 1994
- N. 129 «ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI "RACCOLTA INDIRETTA" DELLE BANCHE»
M. Oriani - maggio 1994
- N. 130 «RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO NELLA GESTIONE BANCARIA»
V. Conti, M. Silvani, G. Carosio - novembre 1994
- N. 131 «PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE CONSOB - BANCA D'ITALIA»
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994

- N. 132 **«LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI »**
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994
- N. 133 **«DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»**
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995
- N. 134 **«LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÀ BANCARIA»**
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995
- N. 135 **«LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»**
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995
- N. 136 **«REDDITIVITÀ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RICORSO AL MERCATO»**
V. Conti, B. Bianchi, M. Venturi, C. Faissola - maggio 1995
- N. 137 **«TENDENZE NELLA REDDITIVITÀ E PRODUTTIVITÀ BANCARIA»**
F. Passacantando, M. Nonni, F. Pepe, L.G. Attanasio, G. Frigeri - maggio 1995
- N. 138 **«L'APPLICAZIONE DEL RATING AL SETTORE BANCARIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»**
Laura Nieri - gennaio 1996
- N. 139 **«IL RATING: UN'OPPORTUNITÀ PER LE BANCHE ITALIANE»**
E. Monti, A. Esmanech, A. Tamagnini - gennaio 1996
- N. 140 **«L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: I CRITERI DI RIFERIMENTO E LE REGOLE DI CONVERGENZA»**
Rainer Masera - febbraio 1996
- N. 141 **«IMPRESA, COMUNICAZIONE FINANZIARIA, COMPETITIVITÀ: IL QUADRO ITALIANO TRA REGOLE E OPPORTUNITÀ»**
E. Presutti, G. Vigorelli, F. Cesarini, I. Cipolletta, M. Onado, A. Bombassei, P. Pasini - marzo 1996
- N. 142 **«LE BANCHE E LO SVILUPPO DEI MERCATI»**
L. Rondelli, C. Santini - marzo 1996
- N. 143 **«GLI ASPETTI NEVRALGICI DEI PROCESSI DI RAZIONALIZZAZIONE DELLA GESTIONE DELLA BANCA»**
M.L. Di Battista, M. Sella, P. Marullo Reedtz, L. Arcuti - maggio 1996
- N. 144 **«I PROBLEMI DELLA PROFESSIONE BANCARIA»**
V. Desario, T. Bianchi - maggio 1996
- N. 145 **«LA GESTIONE DELLA RACCOLTA BANCARIA»**
A. Nottola - giugno 1996
- N. 146 **«INTERMEDIAZIONE BANCARIA E FINANZA D'IMPRESA NELLA PROSPETTIVA DELL'INTEGRAZIONE EUROPEA»**
C. Scognamiglio, G. Palladino, G. Zadra, E. G. Bruno, A. Falck, G. Grassano, G. Zucchi - febbraio 1997
- N. 147 **«COMUNICAZIONE FINANZIARIA E SVILUPPO DELLE IMPRESE: LE PROSPETTIVE»**
G. Vigorelli, M. Miccio, B. Boschetto, S. Bragantini, P. Gnes, E. Presutti, T. Bianchi, P. Pasini - febbraio 1997

- N. 148 **«LA TASSAZIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI»**
F. Caleffi, G. Zadra, E.G. Bruno - maggio 1997
- N. 149 **«L'UNIONE MONETARIA E GLI ADEMPIMENTI ORGANIZZATIVI»**
T. Bianchi, M. Sarcinelli, A. Iozzo - maggio 1997
- N. 150 **«FATTORI DETERMINANTI DEL RISULTATO ECONOMICO DELLE BANCHE NEL 1996»**
N. Oggiano, G. Grassano - giugno 1997
- N. 151 **«LE IMPLICAZIONI PER LE BANCHE ITALIANE DELL'AVVIO DELL'UNIONE MONETARIA»**
F. Cesarini, I. Angeloni, A. Generale, R. Tedeschi - settembre 1997
- N. 152 **«PROFILI DI REDDITIVITÀ BANCARIA IN EUROPA: ALLA RICERCA DEL MODELLO VINCENTE NELLA PROSPETTIVA DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA»**
V. Conti, M. Ossana, M. Senati - settembre 1997
- N. 153 **«STRUMENTI E SOLUZIONI ORGANIZZATIVE PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**
R. Barontini, P. Gualtieri, A. Patarnello, F. Russello - gennaio 1998
- N. 154 **«IMPRESE, MERCATO DEI CAPITALI E COMUNICAZIONE FINANZIARIA»**
B. Benedini, G. Vigorelli, A. Albertini, T. Bianchi, M. Miccio, G. Fossa, P. Pasini - febbraio 1998
- N. 155 **«L'OFFERTA DI SERVIZI DI CONSULENZA ALLE IMPRESE»**
F. Arpe, C. Costamagna, C. Porcari - aprile 1998
- N. 156 **«TENDENZE NELL'OFFERTA DI SERVIZI DI GESTIONE DEL RISPARMIO»**
F. Cesarini, I. Angeloni, E.G. Bruno - G. Testoni - maggio 1998
- N. 157 **«LE BANCHE ITALIANE E LA PREPARAZIONE ALL'UNIONE MONETARIA»**
T. Bianchi, P. Campaioli, V. Conti, V. De Bustis, V. Consoli, A. Valdembri, G. Zadra - maggio 1998
- N. 158 **«LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE DEI REDDITI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: RIFLESSI SUGLI INTERMEDIARI»**
M. F. Ambrosanio - giugno 1998
- N. 159 **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE REALE E MONETARIA E I CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE»**
G. Vaciago, G. Morcaldo, I. Cipolletta, M.L. Di Battista, C. Faissola - giugno 1998
- N. 160 **«L'AREA DELL'EURO: ASPETTI STRUTTURALI E RAPPORTI CON LE PRINCIPALI AREE VALUTARIE»**
G. Vigorelli - I. Visco - G. Bishop - B. Eichengreen - agosto 1998
- N. 161 **«I MERCATI FINANZIARI IN EURO E L'OPERATIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE»**
R. Barbieri - L. Rondelli - G. Vaciago - agosto 1998

- N. 162 «LE STRATEGIE DEI PRINCIPALI SISTEMI BANCARI EUROPEI NELLA
PROSPETTIVA DELLA MONETA UNICA»
J.P. Abraham - J.R. Inciarte - U. Schroeder - settembre 1998
- N. 163 «L'APPLICAZIONE DELLE REGOLE DELLA CONCORRENZA ALLE
IMPRESE BANCARIE NELL'ESPERIENZA EUROPEA E NELL'ESPERIENZA
ITALIANA PARTE I - LE INTESE»
F. Turati - novembre 1998
- N. 164 «I RIFLESSI DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SULL'ATTIVITÀ
DELLE BANCHE: PROFILI ECONOMICI E DI VIGILANZA»
F. Taranto, M. Onado - novembre 1998
- N. 165 «BILANCIO E COMUNICAZIONI SOCIALI: LE NUOVE REGOLE A CON-
FRONTO CON L'EUROPA»
G. Vigorelli - M. Miccio - B. Benedini - M. Sella - L. Martino - P. Gnes - S. Preda -
D. Bracco - P. Pasini - febbraio 1999
- N. 166 «NUOVI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LE BANCHE E PER I MERCATI»
V. Desario - marzo 1999
- N. 167 «L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELLA TERZA FASE
DELL'UNIONE MONETARIA»
T. Bianchi - C. Santini - E. Paolillo - A. Varisco - aprile 1999
- N. 168 «INCENTIVI PER IL PERSONALE E PIANI DI *STOCK OPTION* NELLE
BANCHE»
P. Gualtieri - R. Locatelli - M. Cozzolini - G. Spadafora - marzo 1999
- N. 169 «IL RUOLO DELLA PIAZZA FINANZIARIA ITALIANA NEL CONTESTO
EURO»
R. Pinza - M. Sella - A. Ventura - maggio 1999
- N. 170 «LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ORGANIZZATIVI E DI
VIGILANZA»
A. Profumo - C. Salvatori - F. Frasca - giugno 1999
- N. 171 «LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ECONOMICO-TECNICI»
F. Cesarini - F. Panetta - F. Bizzocchi - C. Piazza Spessa - gennaio 2000
- N. 172 «IL BUON GOVERNO SOCIETARIO: AUTOREGOLAMENTAZIONI,
COMUNICAZIONI»
G. Vigorelli - B. Benedini - M. Miccio - A. Desiata - P. Gnes - M. Sella - S. Preda
P. Fassino - P. Pasini - marzo 2000
- N. 173 «INVESTIMENTI FISSI E GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BAN-
CHE»
P. Gualtieri - G. Scorza - G. Rosnati - P. Gavazzi - marzo 2000
- N. 174 «LA CONCENTRAZIONE SUL MERCATO DEGLI SCAMBI DI AZIONI: I
PROBLEMI APERTI E L'OPINIONE DEGLI OPERATORI»
A. Banfi - M. Calzolari - F. Chiappetta - G. Ferrarini R. Hamaui - G. Makula - G.
Verzelli - maggio 2000
- N. 175 «L'OFFERTA DI CREDITO E DI SERVIZI FINANZIARI ALLE PICCOLE E
MEDIE IMPRESE»
C. Faissola - M. Bianconi - maggio 2000

- N. 176 **“IL MERCATO DEI SERVIZI DI GESTIONE PROFESSIONALE DEL RISPARMIO: ASPETTI DOMESTICI E INTERNAZIONALI”**
T. Bianchi - L. Rondelli - A. Ferrari - B. Bianchi - maggio 2000
- N. 177 **“IL RATING INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI BANCARI NEI GRUPPI CREDITIZI”**
R. Masera - giugno 2000
- N. 178 **“STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DIRETTO, CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI E SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ DI IMPIEGO”**
A. Patarnello - V. Conti - M. Maccarinelli - P.D. Gallo - giugno 2000
- N. 179 **“TENDENZE DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA DI CREDITO BANCARIO”**
D. Gronchi - L. Sibani - luglio 2000
- N. 180 **“MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO”**
C. Santini - G. Carosio - P. Marullo Reedtz - luglio 2000
- N. 181 **“LE COMPONENTI DEL RENDIMENTO DEI PORTAFOGLI GESTITI. UN'APPLICAZIONE DELLA *PERFORMANCE ATTRIBUTION* AI FONDI BILANCIATI DI DIRITTO ITALIANO”**
G. Petrella - febbraio 2001
- N. 182 **“I BENEFICI DI CREAZIONE DI VALORE NELL'ACCESSO DELLE BANCHE AI MERCATI ORGANIZZATI”**
A. Nagel - maggio 2001

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252

Finito di stampare maggio 2001

