

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



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

T. BIANCHI - F. PANETTA - M. CALZOLARI

**“LA CONCORRENZA NELL’OFFERTA  
DI SERVIZI FINANZIARI: MERCATI,  
BANCHE E ALTRI OPERATORI”**

Interventi tenuti nell’ambito del Seminario su:  
“L’attività bancaria nel nuovo contesto concorrenziale e tecnologico”  
S. Marco - Perugia, 16 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



Prof. TANCREDI BIANCHI,  
Presidente di Centrobanca

### **La concorrenza nell'offerta di servizi bancari: mercati banche e altri operatori**

La progressiva integrazione dei mercati monetari e finanziari, frutto della innovazione multimediale e della globalizzazione economica, ha mutato le scelte di finanza delle imprese e quelle di portafoglio dei risparmiatori, con significative ripercussioni nell'operatività e nelle strategie delle banche e degli altri intermediari creditizi e finanziari e con l'ingresso nell'arena competitiva di altri operatori.

L'aspetto di sintesi più significativo è il passaggio, della finanza delle imprese esterne all'area angloamericana, da scelte orientate agli intermediari a soluzioni volte a passivi di mercato. Benché le interrelazioni e le ripercussioni per quanto attiene alla gestione del risparmio monetario sono evidenti e intuitive, i processi accennati sono stati resi più complessi dall'integrazione dei mercati monetari e finanziari, promossa dalla rivoluzione multimediale, che ha dilatato l'ampiezza dei mercati di classamento dei passivi delle imprese così come l'estensione di collocamento, diretto o mediato, dei risparmi nel finanziamento di quei passivi.

In un contesto globale, con mercati monetari e finanziari integrati, si pongono problemi di equilibrio tra l'offerta di *securities* da parte delle imprese e il classamento dei medesimi valori, per via immediata o indiretta, nei portafogli dei risparmiatori. Offerta e domanda di valori volgono a non conoscere confini, determinano movimenti di capitali, possono alterare, o concorrere a modificare in modo significativo, i saldi delle bilance valutarie di singoli stati, (con ripercussioni sui rapporti di valore tra le monete e con effetti sui calcoli di convenienza delle vie di raccolta

di fondi e di gestione del risparmio), modificano le scelte finali di investimento e di disinvestimento.

L'ampliarsi dell'area di classamento delle nuove emissioni, così come l'aumento del numero degli emittenti, modificano in modo rilevante il mercato primario dei valori mobiliari, che volge a dimensioni intercontinentali, almeno per quanto attiene agli emittenti di maggiori dimensioni e/o operanti nei rami produttivi più innovativi, con notevoli prospettive di crescita e di sviluppo. I mercati secondari pur concentrati, diverranno sempre più centri di quotazione e di negoziazione di valori internazionali e saranno integrati e collegati in virtù della tecnologia multimediale. L'informazione economica - sempre più globale e suscettibile di essere raccolta, classificata ed elaborata in tempo reale o quasi - renderà possibili scelte di portafoglio assai articolate, distribuite su valori denominati in più monete, di vari emittenti e di investitori istituzionali.

Il risparmio, - che nel percorso della catena di proprietà della ricchezza, appartiene, alla fine, alle famiglie, - ha difforme propensione a collocamenti internazionali e intercontinentali secondo la consistenza raggiunta e i flussi aggiuntivi previsti dalla medesima ed in rapporto alla propensione al rischio dell'investimento. Giova riconoscere che quella propensione è molto cresciuta in questi ultimi decenni, via via che l'informazione economica si è diffusa, è divenuta accessibile, e i mercati delle merci e dei servizi si sono sempre più integrati. La possibilità di mobilitare il risparmio su piano planetario ha interagito con l'attenzione delle imprese e dei responsabili della finanza delle medesime alla globalizzazione dell'economia.

Al presente, i problemi non sono tanto, di porre in equilibrio tali processi, ma di osservare come tale condizione si raggiunga con una combinazione di sbilanciamenti singoli, che possono divenire strutturali se

perduranti e incidenti sul sistema dei rapporti di valore delle monete. La formazione di vaste aree monetarie, com'è l'Unione Economica e Monetaria europea con la circolazione dell'euro come moneta unica, può essere la risposta per ridurre l'instabilità nel sistema monetario internazionale, in grado di ripercuotersi, anche in modi indesiderati, sulle vie dello sviluppo economico del pianeta.

Il pareggio complessivo della domanda e dell'offerta di fondi, su piano globale, raggiunto sul mercato primario, non esclude successivi sbilanci su quello secondario di borsa. Gli ordinamenti giuridici e le norme fiscali sono altri fattori di competizione internazionale capaci di spostare, nello spazio e nel tempo, sia le scelte di finanza delle imprese sia quelle di portafoglio dei risparmiatori, con ripercussioni sulle possibili vie dello sviluppo economico in quanto in grado di influire sulle localizzazioni produttive e sui sistemi distributivi. A sua volta, il mutevole sistema dei cambi modifica il giudizio a proposito dei risultati economici conseguiti nelle gestioni di portafoglio in rapporto alla moneta di conto prescelta come unità di misura, quando i singoli portafogli siano articolati su valori denominati in più monete.

La globalizzazione economica, pur essendo fonte di instabilità e di modificazioni anche strutturali, ha favorito la forte crescita delle produzioni e degli scambi su piano mondiale e pare ormai un processo irreversibile.

La risposta ai mercati che si integrano deve essere duplice da parte degli intermediari finanziari e creditizi: da un lato ottenere le informazioni necessarie per apprezzare occasioni e pericoli, come pure per percepire tendenze di variazione delle grandezze economiche; dall'altro valutare quale grado di sbilanciamento sui mercati monetari e finanziari integrati, nell'assistenza diretta e indiretta della clientela, sia compatibile, a lungo termine, col grado di

equilibrio raggiunto nell'attività più tradizionale, concernente l'area di azione più consueta e tipica. Ciò è vero soprattutto per le banche.

Spesso si ha l'impressione che i due aspetti precedenti siano inadeguatamente considerati.

La raccolta, la classificazione, l'elaborazione e l'interpretazione delle informazioni per giungere a decisioni finali, sono considerate azioni che possono essere lasciate anche ad altri, in grado di vendere il pacchetto di informazioni già elaborate e interpretate. Il fatto che la clientela dei risparmiatori affidi con fiducia la gestione dei propri portafogli all'intermediario e che ciò determini, per esempio, uno sbilanciamento dal lato di collocamenti di fondi al di fuori dell'area consueta e tipica di gestione, non è poi considerato per le ripercussioni che, a lungo andare, avrà, inevitabile, sulle vie tradizionali della raccolta mezzi.

L'equilibrio tra la raccolta e il collocamento delle risorse, giudicato di prima importanza nell'attività bancaria più tradizionale, pare dunque che non debba essere perseguito se si hanno vie d'azione nell'*asset management* piuttosto che nel *corporate finance*, o vice versa. In tal modo uno stato o un'area geografica ricchi di risparmio, ma relativamente poveri quanto a mercato primario di nuove emissioni, potrebbero divenire strutturalmente esportatori netti di capitali, con effetti certo non favorevoli a lungo termine. Per contro, altri stati o aree potrebbero divenire importatori netti di risparmio, con possibile dominio internazionale nel campo delle produzioni e della distribuzione dei beni e dei servizi.

Nessun intermediario finanziario e creditizio può, singolarmente, darsi carico della correzione di tali potenziali disequilibri, ciò essendo compito della politica economica *lato sensu*, ma nessun intermediario può prescindere dai medesimi nel valutare e decidere le

possibili strategie di gestione.

A ogni modo, ognuno intende, che la partecipazione attiva, sia alle vicende del mercato primario dei valori, sia a quelle del mercato di borsa, possa essere alla fine più vantaggiosa del solo intervento sul secondario, tanto più se tale azione non poggia su un autonomo dominio delle informazioni ma sul servizio assicurato al riguardo da terzi -fabbricanti, così si dice, di prodotti finanziari soprattutto nella forma di fondi di investimento- per il che molte scelte e gestioni di portafoglio si approssimano assai più all'atteggiamento di chi, percependo qualche anomalia della propria salute, si rivolge a una ben dotata farmacia, anziché a un medico.

Se il riferimento si fa più puntuale al caso italiano, appare piuttosto evidente lo sbilanciamento in vantaggio dell'asset management rispetto al corporate finance: ossia, gli intermediari creditizi e finanziari tendono ad agire, per via diretta o mediata sul mercato secondario di borsa e, alla fine, sono tramite di investimenti transnazionali in valori mobiliari. Nei servizi finanziari alle imprese sarebbe carente la capacità di far crescere il mercato primario delle nuove emissioni, e ciò, obiettivamente, per un tradizionale atteggiamento di rifiuto al proposito da parte dei soggetti giuridici, in prevalenza familiari, delle imprese, ancorché la situazione sia un poco migliorata negli ultimi anni.

Gli intermediari creditizi vivono così, almeno in Italia, la contraddizione di collocare risparmi monetari in valori mobiliari anche di emittenti non nazionali, come detto sia per via diretta sia per via indiretta; di non annoverare tra la propria clientela, istituzionale e non, nazionale ed estera, importanti acquirenti di valori emessi all'interno, con eccezione per i titoli del debito pubblico e però con un saldo finale di eccedenza dell'esportazione di fondi; di avere relazioni d'affari con imprese clienti caratterizzate da una finanza in prevalenza orientata agli intermediari, che

quando inclina a rivolgersi al mercato le sospinge a divenire clienti anche delle più importanti *investment e merchant banks* internazionali; di accrescere le difficoltà di raccolta diretta di fondi in relazione inversa al successo nell'attività di *asset management*.

L'efficienza prossima nel campo dei servizi finanziari alle imprese poggia sull'azione di sapere spostare la finanza delle aziende clienti verso il mercato primario delle nuove emissioni di valori mobiliari. Notava, in un recente intervento (10 gennaio 2001) alla LUISS al convegno "New economy e riflessi sui sistemi finanziari e assicurativi", il dott. Desario, direttore generale della Banca d'Italia: "Il divario rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro nel numero di società quotate continua ad ampliarsi; nei primi undici mesi del 2000 ci sono state in Italia 11 nuove quotazioni sul listino principale e 28 sul Nuovo Mercato. Incrementi elevati rispetto agli andamenti relativi nel passato; tuttavia, tenendo conto delle cancellazioni, le società nazionali quotate sono aumentate di 21 unità; nello stesso periodo sono cresciute di 123 in Germania, di 54 in Francia".

In conclusione, l'Italia può perdere risparmio in vantaggio degli altri stati della Unione Europea e di altre aree geografiche, e ciò potrà solo indebolire, alla fine, le strutture nazionali dell'intermediazione creditizia e finanziaria. Il pericolo è ancora maggiore giacché può diventare presto, con l'effettiva circolazione dell'euro, meno avvertito: il risparmio, uniformemente denominato nei titoli che lo rappresentano, si sposta solo da una regione all'altra della medesima area monetaria ed economica. Con il rischio, già osservato sopra, che la situazione potrebbe correggersi, ma nel campo del *corporate finance* gli intermediari esteri sembrano in grado tuttora di esprimere condizioni di vantaggio competitivo.

Germania, Francia e Spagna hanno, insieme, un totale di



valori azionari quotati, nei rispettivi mercati ufficiali, pari a circa dieci volte quelli quotati nella borsa italiana.

L'indicata proporzione tende ad aumentare. Il sistema bancario deve prendere atto della situazione, che ha importanti ripercussioni concorrenziali nell'ambito dell'Unione Europea. Il sistema politico deve valutare quali scelte di politica economica, e nel campo dell'ordinamento giuridico, debbano essere adottate per evitare che la condizione di cui si discute nuoccia, alla fine, alla capacità competitiva della nazione.

Le più recenti elaborazioni di Mediobanca su un campione di 1828 società italiane, non includenti intermediati creditizi e finanziari, provano: (a) che il grado di sottopatrimonializzazione, rispetto ad alcune regole pratiche di analisi finanziaria, è assai alto, nell'ordine di circa 100 mila miliardi di lire; (b) che certo tra quelle 1828 società se ne annoverano alcune centinaia di possibili matricole alla quotazione di borsa, la quale, però, se rinunciata, potrebbe, alla fine, costituire una condizione di remora per la crescita delle imprese di cui si tratta, che, inevitabile, dovranno presto considerare le nuove problematiche collegate con l'effettiva circolazione dell'euro e l'affermarsi di un mercato unico europeo assolutamente concreto.

I servizi finanziari alle imprese, da parte degli intermediari, sono sicuramente migliorati negli anni novanta dello scorso secolo, si palesano meglio articolati e più moderni; per taluni aspetti paiono competitivi rispetto alla concorrenza europea e internazionale. Manca, tuttavia, una decisa spinta verso una finanza d'azienda rivolta al mercato.

Il cerchio, quindi, non si chiude: la domanda di *securities* da parte del risparmio eccede l'offerta nuova di valori sul mercato primario: l'Europa, non solo l'Italia, esporta capitali oltre oceano, dove, negli USA, sussiste uno

sbilanciamento inverso. Ma se nel mondo si deve trovare un equilibrio tra risparmi e investimenti, e tali ultimi sono la fonte dello sviluppo economico, ognuno intende che le situazioni in discorso non dovrebbero permanere come strutturali.

Alla fine, vale il principio che gli intermediari non possono essere meglio della loro clientela; se dal lato delle imprese questa non volge a passivi di mercato, non si può sperare al rafforzamento del mercato mobiliare primario e, quindi, a una accresciuta efficienza di quello secondario di borsa.

Vi è però un altro tema. Lo sbilanciamento in vantaggio dell'*asset management* rispetto al *corporate finance* accresce le difficoltà di potere rendere un efficiente servizio di consulenza per le gestioni patrimoniali, anche per una carenza di informazioni assicurate, invece, da un mercato primario efficiente, denso di nuove emissioni, alimento da emittenti anche per altri aspetti clienti degli intermediari.

Molti di tali ultimi divengono così distributori di prodotti finanziari, solo in parte direttamente programmati. Ed è a mio parere illusorio che chi non è in grado di costruire in via immediata un portafoglio, denominato in una o più monete, adatto alle esigenze di una certa fascia della propria clientela, sia invece in grado di scegliere il meglio, per esempio, tra settantamila fondi comuni offerti da intermediari globali e/o di grandi dimensioni. Certo si affiderà alla *reputation* di quegli intermediari, costruirà nel medio/lungo termine con buone *performances* normalizzate, non di meno oscillanti nel breve/medio periodo, e alternativamente migliori o peggiori, di anno in anno, rispetto a quelle di altri concorrenti.

D'altro canto, ogni fondo di investimento di per sé tiene in considerazione una certa fascia di clientela e non pare matematicamente probabile che un portafoglio costituito da quote di una pluralità di fondi concreti un'efficiente diversificazione di scelte, nello spazio e per categorie di

emittenti, e corrisponda sempre in ogni parte a un dato tipo di risparmiatore, quale che sia lo stato in cui vive.

Come già affermato in precedenza, il pericolo è di determinare una situazione in cui la catena dell'ignoranza di informazioni articolate si allunghi; in cui il risparmiatore creda di avere programmato opzioni che poggiano su un alto grado di specializzazione del gestore, il quale abbia puntualmente percepito le esigenze del mandante, laddove, invece, si concreta una situazione di scelta in farmacia di un analgesico, ossia di una terapia di fatto solo sintomatica, tra alcune decine disponibili, senza avere consultato un medico per avere una cura specifica.

Il divario tra l'ampiezza del mercato primario, che l'intermediario può adeguatamente conoscere, e quella maggiore del mercato mobiliare, dove il risparmio volge a collocarsi, riguarda tutta la vasta clientela che ricerca l'articolazione e il frazionamento internazionali del portafoglio, ma per vari motivi non può rivolgersi a *global players* o a grandi banche internazionali di investimento o, in sintesi, ai maggiori intermediari intercontinentali. Tale zona, dai contorni non ben precisati, in quanto in essa rientrano risparmiatori che sarebbero difformemente classificati da uno stato all'altro, è densamente affollata di intermediari creditizi e finanziari, spesso più distributori che produttori di servizi di finanza, più in grado di offrire terapie sintomatiche che non curative.

Una platea ancor più numerosa è, tuttavia, quella composta dal così detto risparmio di massa, incline a preferire il collocamento nei mercati mobiliari, primario e secondario, nazionali. In tal caso la concorrenza si estende agevolmente ad altri operatori, come, in Italia, l'amministrazione postale.

L'operatività a distanza e *on line* dilata, invece, la concorrenza in vantaggio dei maggiori intermediari

internazionali per quanto attiene alla fascia più alta della clientela risparmiatrice.

In conclusione, sembra possibile da parte degli intermediari creditizi e finanziari, una migliore articolazione e una maggiore accuratezza di servizio a favore delle imprese emittenti, in un contesto di integrazione crescente dei mercati monetari e finanziari, che non un servizio *tailor made* per la gestione dei patrimoni immobiliari. I mercati immobiliari primari, anche in un contesto di globalizzazione economica, sono meglio percepiti dalle banche rispetto ai meno definibili confini dei mercati secondari delle gestioni patrimoniali. Salvo, come si è detto, che la clientela non ricerchi un limitato frazionamento nello spazio, e quindi di denominazione monetaria, dei propri collocamenti patrimoniali.

Tornando più specificatamente al caso italiano, la condizione più ricca di pericoli, a lungo andare, è quella rappresentata dall'inadeguatezza del mercato primario delle nuove emissioni, rispetto alle potenzialità del mercato del risparmio. Eppure le possibilità di crescita del mercato primario, per molti anni assolutamente dominato dalle emissioni di obbligazioni pubbliche, sono notevoli, purché le imprese ricorrano a passivi di mercato con emissioni di azioni e di obbligazioni.

Il problema principale prossimo è, tuttavia, quello di valutare il mercato primario in euro, una volta che la moneta unica sarà effettivamente circolante, e di considerare la probabilità di concentrazione del mercato secondario una volta che con la moneta unica le imprese di "Eurolandia" valutino la convenienza di una ristrutturazione produttiva e distributiva.

Vanno, dunque, valutati ancora problemi di ristrutturazione del sistema bancario italiano, che non può

illudersi di un avvenire fatto di distribuzione di prodotti finanziari altrui e di esportazione di risparmio, sia pure in altri stati e regioni dell'Europa dell'euro. Sono necessarie interrelazioni con il sistema delle imprese che pure dovrà ancora ristrutturarsi e mutare scelte di finanza.

Certo l'ampliamento dell'Europa dell'euro verso est non arricchirà di per se il mercato mobiliare primario del vecchio continente. Forse si affermerà il tempo in cui gli intermediari creditizi e finanziari dovranno accettare il rischio diretto di ampliare il mercato primario per chiudere il circolo tra risparmio e investimenti.

Due considerazioni aggiuntive. L'amministrazione postale potrà gestire il risparmio di massa senza farlo fluire oltre i confini nazionali, e in ogni caso oltre l'area dell'euro, ma non potrà potenziare il mercato primario delle nuove emissioni. Le compagnie di assicurazione potranno contribuire a una gestione più sagace del risparmio a lungo termine, accumulato ai fini previdenziali, e concorrere così alla migliore stabilità del mercato mobiliare secondario. Ma la sfida del rafforzamento del mercato primario dovrà essere vinta dalle banche.

Giovano, a questi punti, talune altre riflessioni. Innanzitutto: qual è la condizione di maggiore rilievo che consente alle imprese italiane di alimentare scarsamente il mercato primario delle nuove emissioni, ossia di non ricorrere su larga scala ai passivi di mercato?

La risposta fa probabilmente riferimento alla spiccata situazione di pluriaffidamenti bancari, della quale si giovano le imprese del nostro paese. La tecnica di cui si tratta determina, come noto, lo stato di condivisione del medesimo cliente da parte di più banche, in particolare nelle tipiche operazioni di credito commerciale, con la rilevante prevalenza tra tali ultime delle aperture di credito per cassa, regolate in conto corrente.

Con il *multibanking*, ossia con la fruizione di una molteplicità di linee di fido, utilizzabili secondo le norme dell'apertura di credito, si concreta la condizione per cui ogni rapporto creditizio può apparire con saldi variabili, pur nella relativa costanza del complessivo indebitamento bancario. Per tale via, nella forma di più relazioni di affidamento a breve termine, anzi a scadenza indeterminata giacché il prestito perdura *salvo revoca*, l'impresa sovvenuta ottiene finanziamenti durevoli e permanenti che possono sostituire mezzi da ottenere a titolo di capitale.

Ad evidenza occorre che il movimento dei conti affidati, ossia l'intreccio degli accreditamenti e degli addebitamenti, sia intenso; che il complesso delle linee di credito accordate superi di una frazione le necessità effettive di trattenuta sulle linee medesime; che la situazione economica dell'impresa sovvenuta pervenga in uno stato tendenziale, a giudizio delle banche, di equilibrio. Ma le ripercussioni sono agevolmente intuibili: sottopatrimonializzazione delle imprese e staticità di assetti proprietari; sviluppo per autofinanziamento e struttura produttiva largamente fondata su aziende di produzione piccole e medie; logiche di capitalismo familiare. L'aspetto speculare è un sistema di intermediazione finanziaria molto frazionato, alla fine relativamente immobilizzato.

Un altro effetto della situazione in esame è l'assoluta predominanza del peso dei saggi di interesse a breve termine nella finanza di impresa e, quindi, della variabilità del costo dei finanziamenti aziendali in funzione della congiuntura monetaria.

Che cosa possono fare le banche per rimuovere le condizioni discusse? Leggere con diversa attenzione le serie di dati della *Centrale dei rischi*; cercare di operare in *pool*, con una banca che gestisce direttamente, ma anche "per conto", il rapporto complessivo di affidamento, sì che il cliente sovvenuto sia sospinto a una diversa

organizzazione della propria finanza d'azienda. È chiaro, quindi, che la struttura del sistema bancario dovrebbe, a sua volta, essere diversa da quella presente.

Gli intermediari non possono essere meglio della propria clientela, ma non debbono nemmeno porsi nello stato di concedere a quella scelte di finanza aziendale qualitativamente inappropriate.

A tale ultimo proposito si insiste molto sul fatto che le banche non riescano, nel nostro paese, a sviluppare un'attività significativa di consulenza finanziaria nei confronti della più gran parte della clientela mutuataria. E, certo, uno stato di condivisione della clientela da parte di più banche, non collegate da un accordo di *pool*, non giova al riguardo.

Lo scarso sviluppo del *corporate finance* e del *merchant banking* nel nostro paese si spiegherebbe, dunque, anche in virtù delle situazioni commentate, che non permettono lo sviluppo e la crescita di certi servizi e prodotti degli intermediari, né l'affermarsi di un efficiente mercato mobiliare.

Con l'aggravante che il predominio dei saggi di interesse a breve termine si trasferisce pure nel campo del credito finanziario distinto da relazioni di prestito che, pur essendo con scadenze medie e lunghe, sono regolate a saggi variabili, riferiti a quelli a breve. E ciò nonostante la riconquistata stabilità monetaria in seguito alla adesione all'euro.

L'inadeguato rapporto di consulenza nel campo della finanza d'impresa frena pure lo sviluppo di tutti i servizi che le banche potrebbero rendere al proposito della amministrazione e della gestione del patrimonio extra impresa dei vari imprenditori. Questa e le altre carenze accennate hanno costituito possibilità di vantaggio

concorrenziale per molte banche estere operanti in Italia. Ma rappresentano un'occasione competitiva anche per altri operatori, tra i quali le compagnie di assicurazione nella varia organizzazione di gruppo secondo la quale operano.

La concentrazione dei rapporti bancari, anche per effetto di quella del sistema creditizio è, pertanto, un'occasione di successo nel campo della concorrenza dei servizi alle imprese, ma soprattutto pare una condizione assai utile per coordinare tali servizi con quelli di *asset management*.

La strada dell'efficienza nel campo dell'attività bancaria, al di là dei confini dell'intermediazione creditizia tradizionale è forse ancora lunga ed esige una strategia di medio/lungo periodo non sempre compatibile con l'ansia di raggiungere traguardi immediati o a breve termine, di alta redditività.

Vanno considerati aspetti prossimi di cambiamento delle condizioni competitive, collegati con la possibilità, per la generalità degli operatori e per la gran parte della clientela, di avvalersi degli strumenti della rivoluzione multimediale. E in particolare va esaminata la condizione per cui l'integrazione dei mercati monetari e finanziari determina sia una finanza plurimonetaria delle imprese sia una gestione plurimonetaria dei patrimoni dei risparmiatori, anche di quelli non ad alto reddito. E sull'instabilità del sistema monetario mondiale e sulla scelta della moneta in cui misurare la bontà delle decisioni di finanza e di portafoglio delle aziende di produzione e di consumo, la ricerca teorica, le politiche economiche e la pratica degli affari debbono compiere ancora un lungo cammino.



Dott. FABIO PANETTA  
Capo della Direzione Settore Monetario e Finanziario del  
Servizio Studi della Banca d'Italia

### **Le banche e i servizi finanziari alle imprese<sup>1</sup>**

A partire dalla metà degli anni ottanta, mutamenti profondi nella regolamentazione, nella composizione della domanda e nella tecnologia hanno alterato la struttura e i confini dei mercati bancari dei principali paesi. L'innalzamento del grado di concorrenza e il calo dei margini unitari sull'intermediazione tradizionale hanno spinto gli intermediari a ricercare più elevati livelli di efficienza nella produzione e nella distribuzione e a diversificare le fonti di ricavo.

Nell'Europa continentale, nella prima parte degli anni novanta il calo dei margini sull'attività di prestito si è associato a un'espansione contenuta dei volumi intermediati. Ne è conseguito un calo della redditività del capitale delle banche - più accentuato laddove la crescita delle attività è stata più modesta - e un vasto processo di concentrazione all'interno del settore finanziario<sup>2</sup>. In alcuni paesi, quali l'Italia e la Francia, i profitti bancari sono stati ulteriormente ridotti, all'inizio del decennio, dalla recessione economica, che ha provocato forti perdite in conto capitale nei bilanci bancari<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Desidero ringraziare Stefania De Mitri e Giovanni Guazzarotti per l'eccellente aiuto fornito nelle elaborazioni dei dati contenuti in questa nota.

<sup>2</sup> Per una analisi comparata del processo di concentrazione tra intermediari finanziari nei maggiori paesi si veda Gruppo dei Dieci (2001): "Il processo di concentrazione nel settore finanziario", (disponibile sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)). Per una analisi del processo di concentrazione in Italia si veda D. Focarelli, F. Panetta e C. Salleo (1999), *Why Do Banks Merge?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 361.

<sup>3</sup> Per una analisi dell'evoluzione della redditività delle banche in Italia e negli altri maggiori paesi si veda L. Gambacorta, G. Gobbi e F. Panetta: "Le banche italiane nell'area dell'euro", *Bancaria*, in corso di pubblicazione.

Nel nostro Paese, il generale recupero di redditività delle banche osservato negli anni più recenti è legato - oltre che al miglioramento delle condizioni macroeconomiche e alle politiche di razionalizzazione dei costi - al forte sviluppo dei ricavi da servizi, che ha fortemente ridotto l'incidenza del margine d'interesse sui ricavi netti complessivi.

In questa nota si analizza l'importanza dei servizi tra le fonti di ricavo delle banche italiane, effettuando un confronto con i sistemi bancari dei principali paesi. Successivamente, si analizzano alcune importanti caratteristiche strutturali dell'offerta di servizi finanziari alle imprese (emissioni obbligazionarie, prestiti sindacati, quotazioni di imprese e *venture capital*) e si effettua un approfondimento relativo al mercato delle euro-obbligazioni, valutando le opportunità che esso offre per le banche italiane.

## **1. Le fonti di ricavo**

Negli anni scorsi la quota di ricavi da servizi per le banche italiane è aumentata considerevolmente, passando tra il 1995 e il 1999 dall'8 al 21 per cento del totale (fig.1).

A questa espansione hanno concorso principalmente tre fattori. In primo luogo, lo sviluppo del risparmio gestito: la domanda di titoli azionari ed esteri originata dal calo dei tassi nominali e reali, dal minor ricorso al mercato da parte del Tesoro e dall'avvio dell'euro è stata soddisfatta in larga misura dall'attività degli investitori istituzionali. Le banche hanno accresciuto in misura eccezionale i ricavi da servizi sia collocando i fondi attraverso le reti degli sportelli, sia partecipando al capitale delle società di gestione.

In secondo luogo, a ridurre la quota di ricavi da interessi ha contribuito l'aumento della concorrenza derivante dalla deregolamentazione dei settori bancario e finanziario e dallo sviluppo di nuove tecnologie; in Italia ha contribuito il processo di privatizzazione. Il differenziale tra tassi bancari attivi e passivi è diminuito ovunque.

La riduzione della quota dei ricavi da interessi riflette, infine, il calo della domanda di credito da parte delle imprese nella seconda metà degli anni novanta, a fronte dell'elevato autofinanziamento e del rallentamento della spesa per investimenti. L'incidenza dei prestiti bancari sul complesso delle passività finanziarie è diminuita.

Nonostante la forte espansione, la quota di ricavi da servizi delle banche italiane risulta ancora contenuta nel confronto internazionale. Alla fine del 1999 essa risultava di poco inferiore a quella delle banche francesi e tedesche, pari rispettivamente al 23 e al 22 per cento (fig. 2). Rispetto ai paesi anglosassoni, il ritardo rimane considerevole: i ricavi da servizi rappresentano infatti il 30 per cento del totale in Gran Bretagna e il 31 per cento negli Stati Uniti.

Alla base dello scarso sviluppo dei ricavi da servizi in Italia vi è essenzialmente il limitato volume di prodotti rivolti alle imprese. Alla fine del 1999, quasi tre quarti dei ricavi da servizi derivava da attività svolte nei confronti delle famiglie (fig. 3), in particolare nel campo del risparmio gestito (fondi comuni e amministrazione di patrimoni mobiliari). Le difficoltà di offrire servizi alle imprese differiscono in misura contenuta per le diverse categorie dimensionali: la quota dei ricavi generata da servizi resi alle imprese risulta del 27 per cento per le banche maggiori e grandi e del 32 per cento per le rimanenti banche.

Per gli intermediari di minori dimensioni le conseguenze del basso sviluppo dei servizi finanziari alle imprese sono presumibilmente limitate. Infatti, in tutti i principali mercati i ricavi da servizi di tali intermediari derivano essenzialmente dai prodotti offerti alle famiglie, i quali richiedono - rispetto ai servizi alle imprese - competenze specialistiche meno approfondite e minori costi fissi (si pensi ad esempio ai ricavi che si possono ottenere semplicemente distribuendo i fondi comuni). Inoltre, per le banche minori la limitata esposizione alla concorrenza internazionale riduce le conseguenze dello svantaggio competitivo rispetto a operatori stranieri.

Al contrario, per le banche maggiori lo scarso sviluppo dei servizi alle imprese - facendo venire meno una fonte di ricavo che è invece disponibile per le grandi banche estere e rendendo i ricavi più sensibili alle oscillazioni del ciclo - può rappresentare un fattore di freno alla competitività<sup>4</sup>. Per le maggiori banche italiane la quota dei ricavi da servizi è pari al 23 per cento (fig. 4), contro il 30 per cento in Germania, il 31 in Francia e il 33 negli Stati Uniti.

<sup>4</sup> L'esperienza passata mostra che i ricavi da servizi tendono a crescere quando sono bassi i tassi di interesse, nominali e reali, stabilizzando la redditività complessiva delle banche.

## **2. I servizi finanziari alle imprese: principali caratteristiche dei mercati**

La tavola 1 mostra, per i principali paesi, l'andamento registrato negli ultimi quattro anni dalle emissioni di euro-obbligazioni, dal volume dei prestiti sindacati, dalle ammissioni alla quotazione di borsa e dalle operazioni di *venture capital*.

Per tutti i prodotti esaminati, il volume di attività nel biennio 1999-2000 è fortemente aumentato rispetto al biennio precedente. L'espansione è stata rapida soprattutto per il volume degli IPO che, beneficiando del rialzo dei corsi azionari, è passato da 49.000 a 151.100 milioni di euro, con un ritmo di espansione del 208 per cento. Le emissioni di euro-obbligazioni sono passate da 484.100 a 1.291.600 milioni di euro (con una crescita del 167 per cento), traendo vantaggio dalla riduzione dei tassi nominali e reali, che ha spinto verso un allungamento della scadenza dei contratti finanziari, e dall'avvio dell'euro, che ha accresciuto la liquidità dei mercati. Aumenti assai rilevanti si sono avuti anche per i prestiti sindacati (da 370.600 a 868.500 milioni) e per i finanziamenti da società operanti nel *venture capital* (23.300 milioni nel 1999, come nel complesso dei due anni precedenti).

La tavola riporta una stima dei ricavi affluiti agli intermediari impegnati in questi settori, ottenuta moltiplicando le commissioni pagate dalla clientela per il volume relativo a ciascuna operazione. Il flusso di reddito derivante da queste attività risulta assai cospicuo: nel biennio 1999-2000 i ricavi da commissioni sono ammontati, per il complesso dei quattro mercati analizzati, a 24.600 milioni di euro, con un aumento del 184 per cento rispetto al biennio precedente. Si tratta di una cifra già rilevante, presumibilmente destinata ad aumentare con grande rapidità negli anni futuri.

### **3. Un approfondimento: il mercato delle euro-obbligazioni**

Al fine di valutare le potenzialità di sviluppo che i servizi finanziari offrono alle banche italiane, in questo paragrafo viene effettuato un approfondimento relativo alle obbligazioni private emesse sull'euromercato. Tale scelta è legata alle ampie potenzialità di sviluppo di questo mercato: alla fine del 1999 le obbligazioni di società private non finanziarie rappresentavano nell'area dell'euro il 7 per cento del Pil, a fronte di una quota del 20 per cento circa in Gran Bretagna e in Giappone e del 33 per cento negli Stati Uniti (tavola 2): ipotizzando una convergenza, pur graduale, nel rilievo del mercato delle obbligazioni private nei diversi paesi, nell'area dell'euro lo sviluppo del comparto risulterà negli anni prossimi sostenuto.

Un primo importante elemento di valutazione consiste nell'analizzare il ruolo attualmente svolto dalle banche italiane su tale mercato. La tavola 3, che riporta la graduatoria dei maggiori operatori che hanno svolto il ruolo di *bookrunner* in occasione di emissioni di euro-obbligazioni nel 1995 e del 2000, pone in luce alcune caratteristiche del mercato. In primo luogo, il grado di concentrazione, già elevato alla fine del 1995, è andato crescendo nel periodo considerato: in particolare, la quota dell'attività complessiva svolta dai primi cinque operatori è passata dal 33 al 45 per cento. Il ruolo di maggior rilievo è svolto da banche di investimento o da intermediari nati da fusioni tra banche commerciali e banche di investimento. Infine, i dati indicano che i maggiori operatori sono, con rare eccezioni, di origine anglosassone; in nessuno dei due anni analizzati vi è un operatore italiano tra i primi quindici.

Il quadro che sembra emergere è quello di un mercato in rapida espansione, con ampie potenzialità di sviluppo, dominato da banche di investimento anglosassoni

presumibilmente dotate di elevato potere di mercato: elementi tutti che potrebbero rendere assai ardua l'espansione del ruolo delle banche italiane. Tuttavia, una valutazione degli spazi di crescita per le banche italiane formulata sulla base della situazione passata potrebbe risultare fuorviante: l'attuale struttura di mercato riflette infatti strategie definite in presenza di condizioni di mercato assai diverse, di un diverso regime normativo e di condizioni concorrenziali sui prodotti creditizi tradizionali difformi da quelle attuali. Pertanto, al fine di effettuare una valutazione attendibile, nelle pagine successive si effettuano alcuni approfondimenti sull'esperienza dei principali mercati obbligazionari esteri, nonché sui vantaggi che l'aumento della quota di mercato delle banche commerciali comporterebbe per le imprese emittenti e per le stesse banche: l'espansione degli intermediari italiani nell'euromercato risulterà presumibilmente tanto più rapida quanto più essa risponderà alle esigenze delle imprese emittenti e quanto maggiori risulteranno i benefici - in termini di rischio e rendimento - per i bilanci bancari.

### **3.1 L'esperienza estera**

Tra le esperienze osservate nei mercati esteri, di particolare interesse risultano quella del Giappone e degli Stati Uniti, dove solo nel recente passato è stato consentito alle banche commerciali di estendere la loro attività al mercato delle emissioni obbligazionarie, in precedenza dominato dalle banche di investimento.

Stati Uniti. Negli Stati Uniti nel 1987 una modifica del *Glass-Steagall Act* ha permesso alle banche commerciali di costituire filiali (le cosiddette *Section 20 subsidiaries*) abilitate a intervenire nel collocamento delle obbligazioni emesse da imprese private; a partire dal 1989 la *Federal Reserve* ha gradualmente rimosso i vincoli esistenti nella precedente legislazione. La definitiva abrogazione del

*Glass-Steagall Act*, nel 1999, ha consentito la piena partecipazione delle banche commerciali sul mercato obbligazionario. Uno studio recente<sup>5</sup> mostra che nel 1996 vi erano quaranta *Section 20 subsidiaries*, che avevano guadagnato una quota di mercato pari a circa un quarto del totale (la quota è cresciuta ancora negli anni più recenti). Gli autori mostrano che l'entrata delle banche ha prodotto nel mercato obbligazionario un aumento della concorrenza (commissioni più basse e minore concentrazione del mercato) e un calo del costo del debito (prezzi di emissione più alti), soprattutto a favore degli emittenti più piccoli e con minore affidabilità creditizia.

Giappone. In Giappone il *Financial System Reform Act* del 1993 ha permesso alle banche commerciali di svolgere attività di sottoscrizione di titoli tramite filiali appositamente costituite. Una recente analisi<sup>6</sup> mostra che le banche hanno conquistato rapidamente una posizione dominante: già nel 1997 esse avevano intermediato il 61 per cento delle emissioni di titoli obbligazionari effettuate sul mercato interno, riuscendo - grazie alla strategia aggressiva di ingresso su questo comparto - a collocare i titoli a tassi inferiori a quelli medi del mercato.

### **3.2 Quali vantaggi per le imprese?**

Vi sono numerosi motivi che possono rendere conveniente alle imprese emettere obbligazioni attraverso l'intermediazione delle "banche commerciali" (e in particolare quelle della stessa nazionalità), piuttosto che attraverso altri intermediari.

5 Gande, A., M. Puri, e A. Saunders, "Bank entry, competition, and the market for corporate securities underwriting", *Journal of Financial Economics* 54, 1999.

6 Hamao, Y. e T. Hoshi, "Banks underwriting of corporate bonds: evidence from Japan after 1994", Working paper, University of Southern California, Los Angeles, 1998.



In primo luogo, fornendo liquidità al mercato secondario del titolo (ad esempio facilitando lo smobilizzo dell'investimento) la banca commerciale può consentire di ridurre il premio richiesto dagli investitori sulle emissioni di titoli illiquidi. In secondo luogo le banche commerciali - in virtù della loro profonda conoscenza della clientela - potrebbero risultare maggiormente affidabili ai fini della corretta valutazione del merito di credito degli emittenti, consentendo di contenere il premio di rendimento richiesto dai sottoscrittori, soprattutto per i titoli delle imprese medie e piccole. Inoltre le banche commerciali, grazie alla capillarità della loro rete di sportelli, possono essere in grado di collocare i titoli presso una ampia gamma di investitori; in particolare, esse possono classare le obbligazioni presso categorie di investitori più idonee a detenere i titoli (ad es. cedendo i titoli meno liquidi agli investitori poco sensibili ai rischi di liquidità). Infine, la banca commerciale può godere di maggiore potere nel mercato *retail*, risultando in grado di effettuare i collocamenti a condizioni più convenienti per le imprese.

Tutti i compiti di supporto alle emissioni appena elencati possono essere svolti sia dalle banche commerciali, sia dalle banche d'affari. Quale di queste due categorie di intermediari risulti maggiormente efficiente e adatta allo scopo va quindi stabilito unicamente sulla base dell'analisi empirica. A tal fine, valutazioni di grande interesse emergono da una recente analisi del mercato delle euro-obbligazioni svolta presso il Servizio Studi della Banca d'Italia<sup>7</sup>, i cui risultati principali sono riassunti nella tavola 4. L'analisi di regressione sulle determinanti dei tassi all'emissione delle euro-obbligazioni effettuata nello studio mostra che la presenza di una banca commerciale tra i soggetti incaricati di collocare il prestito consente

7 Cfr. G. Guazzarotti (2000): "Banca commerciale e banca di investimento nel collocamento dei titoli delle imprese: un'analisi empirica del mercato primario delle euro-obbligazioni", Banca d'Italia, Servizio Studi. Lo studio analizza tutte le emissioni obbligazionarie effettuate sull'euromercato tra il 1994 e il 1999.

all'impresa di ridurre il costo del capitale rispetto alle emissioni in cui il collocamento viene curato da una banca di investimento<sup>8</sup>. La riduzione, pari in media a 7,7 punti base (per ciascun anno della durata del prestito), raggiunge i 9,9 punti base nei casi in cui la banca e l'impresa siano della stessa nazionalità. Infine, nei casi in cui la banca e l'impresa sono della stessa nazionalità e l'emissione viene effettuata nella valuta nazionale (una caratteristica che può essere vista come una proxy del fatto che l'emissione si rivolge al mercato interno), il vantaggio in termini di tasso d'interesse raggiunge i 20 punti base ogni anno.

In sintesi, l'analisi di Guazzarotti (2000) pone in luce che le imprese italiane nell'emettere obbligazioni hanno convenienza a servirsi di banche italiane, soprattutto nel caso di emissioni da collocare sul mercato interno. Tenendo conto del fatto che le aziende che si sono affacciate sull'euromercato negli anni scorsi sono per lo più di grandi dimensioni e dotate di elevato merito di credito - ovvero imprese dotate di elevata trasparenza e capaci di emettere a condizioni vantaggiose - la riduzione dei tassi all'emissione che emerge dalla tavola 4 risulta di entità significativa non solo in termini statistici, ma anche in termini economici: in altre parole, è verosimile che per imprese medio-piccole la convenienza a servirsi di banche italiane sia ancora maggiore.

<sup>8</sup> Il calo del tasso all'emissione determinato dalla presenza di una banca commerciale tra i bookrunner è rappresentato dai coefficienti riportati alla prima riga della tavola 4. Le altre righe della tavola indicano la relazione esistente tra il tasso all'emissione e le caratteristiche del prestito quali la scadenza, il rating, l'importo. Ad esempio, la tavola indica i tassi all'emissione delle obbligazioni con rating pari a BBB+ superano in media quelli delle obbligazioni pubbliche di 51,4 punti base; inoltre, un aumento di un milione di euro dell'importo dell'emissione comporta un aumento di liquidità che si riflette in un calo del rendimento pari a 3,7 punti base.

### 3.3 Quali vantaggi per le banche?

Per le banche, l'espansione dell'attività sul mercato delle euro-obbligazioni può avere effetti contrastanti. Da un lato, l'attività di collocamento di titoli, oltre ad ampliare la gamma dei ricavi, può consentire di ridurre la variabilità del flusso dei proventi, stabilizzando la redditività. Dall'altro, però, lo sviluppo del mercato obbligazionario, fornendo alle imprese una nuova fonte di finanziamenti, potrebbe frenare la domanda di credito e determinare una compressione dei margini unitari sui prestiti.

Per analizzare il primo aspetto, si sono analizzate la volatilità e le covarianze delle diverse fonti di ricavi bancari nei principali paesi europei. Il pannello A della tavola 5 riporta il coefficiente di variazione<sup>9</sup> dei ricavi da servizi e di quelli da interessi: in tutti i paesi la variabilità dei ricavi da servizi è sostanzialmente in linea con quella dei proventi da interessi. In Italia il coefficiente di variazione dei due aggregati è pari, rispettivamente, a 0,15 e a 0,20, con un andamento pressoché analogo per le banche di maggiori dimensioni (con valori pari a 0,14 per i ricavi da interessi e di 0,21 per i ricavi da servizi) e per le rimanenti banche (con valori di 0,17 e 0,23).

In base alla teoria di portafoglio, le opportunità di diversificazione dipendono dalla correlazione tra le diverse fonti di reddito: l'efficacia di ciascuna attività ai fini della stabilizzazione di un dato portafoglio è tanto maggiore quanto più bassa è la correlazione tra il rendimento dell'attività stessa e quello del portafoglio. In particolare, una correlazione negativa implica che l'inclusione dell'attività consente di accrescere il rendimento del portafoglio a parità di rischio (o, equivalentemente, di ridurre il rischio a parità di rendimento). Il pannello B della

<sup>9</sup> Il coefficiente di variazione è dato dal rapporto tra la deviazione standard e la media.

tavola 5 indica che per le banche italiane i ricavi da servizi sono negativamente correlati con quelli da interessi: il coefficiente di correlazione, pari a -0,47 per il sistema, passa a -0,26 per le banche maggiori e grandi e a -0,71 per i rimanenti intermediari. Solo le banche francesi potrebbero ottenere vantaggi maggiori dalla espansione della quota di ricavi da servizi.

Per analizzare l'effetto della emissione di obbligazioni sulla domanda e sul costo del credito bancario, è stata effettuata una analisi sulla base dell'archivio della Centrale dei Rischi. In particolare, per le ventiquattro imprese che hanno emesso euro-obbligazioni per la prima volta dopo il 1995, si è analizzata l'evoluzione del costo del credito a breve termine e la quantità di credito utilizzato per il periodo che va dal quarto trimestre precedente l'emissione di titoli al quarto trimestre successivo.

I risultati dell'esercizio relativi al costo del credito sono riportate nel primo pannello della fig. 5. Il primo istogramma mostra lo spread medio tra il tasso sui fidi bancari in conto corrente e il prime rate ABI prima e dopo l'emissione di obbligazioni<sup>10</sup>. In base al risultato di questo esercizio, il costo del credito, pur riducendosi, mostra una variazione contenuta, dell'ordine di 20 punti base: il tasso sui conti correnti, che già prima dell'emissione era inferiore al prime rate di 40 punti base, scende a 60 punti base al di sotto del tasso applicato alla clientela primaria.

I due pannelli inferiori della fig. 5 mostrano l'effetto dell'emissione sul credito utilizzato, sia in termini assoluti (pannello centrale), sia in termini di tassi di crescita rispetto alla media del sistema. Entrambi gli indicatori

<sup>10</sup> Nel grafico, il primo istogramma è dato dallo spread medio tra il costo dei crediti bancari in conto corrente e il prime rate nei quattro trimestri precedenti l'emissione; il secondo istogramma è dato dallo spread medio nei quattro trimestri successivi.

suggeriscono che l'emissione di euro-obbligazioni non riduce la domanda di credito: tra il periodo precedente e quello successivo all'emissione, il credito utilizzato passa da circa 1.700 a quasi 2.100 milioni di euro; il tasso di crescita del credito delle imprese emittenti, che prima dell'emissione era inferiore di quasi 2,5 punti percentuali rispetto a quello del sistema, diviene superiore alla media, pur se di poco (meno di mezzo punto percentuale). I finanziamenti obbligazionari sembrano quindi complementari al credito bancario.

#### **4. Conclusioni**

Negli anni scorsi la redditività delle banche italiane ha mostrato notevoli progressi. Tra i diversi fattori alla base del miglioramento, è fondamentale il ruolo svolto dall'espansione dei ricavi da servizi, che ha consentito di compensare la riduzione dei margini sulle tradizionali attività di raccolta e di impiego dei fondi.

Il rapido sviluppo dei proventi da servizi registrato negli anni recenti riflette l'espansione senza precedenti del mercato del risparmio gestito. Questa tendenza è legata ai fattori di carattere eccezionale che hanno stimolato il ricorso agli investitori istituzionali, e che difficilmente potranno ripetersi, primi fra tutti il forte calo dei tassi reali e la prolungata espansione dei mercati borsistici. Essa appare quindi destinata a un rallentamento. Nel settore dei fondi comuni è inoltre possibile prevedere un calo dei proventi unitari determinato dal calo delle commissioni di gestione, in presenza di una concorrenza sempre più accesa da parte di intermediari esteri.

Un aumento dei ricavi da servizi, ancora contenuti nel confronto internazionale, sarà possibile attraverso una espansione dei proventi derivanti dai servizi offerti alle imprese, tuttora assai contenuti. Nel nuovo contesto di piena integrazione dei mercati europei e di bassa inflazione, le emissioni di obbligazioni, le quotazioni in borsa, i prestiti sindacati, le operazioni di fusione e acquisizione mostrano ritmi di crescita sostenuti e generano un ingente flusso di commissioni. Per i maggiori gruppi bancari italiani la conquista di posizioni di rilievo in questi comparti risulterà cruciale per espandere l'attività, per accrescere e rendere più stabile la redditività. L'analisi presentata in questa nota suggerisce che si tratta di un obiettivo alla portata degli intermediari italiani.

**Fig. 1**

**COMPOSIZIONE DEL MARGINE  
D'INTERMEDIAZIONE DELLE  
BANCHE ITALIANE**

 Ricavi da interesse     Ricavi da servizi     Altri ricavi

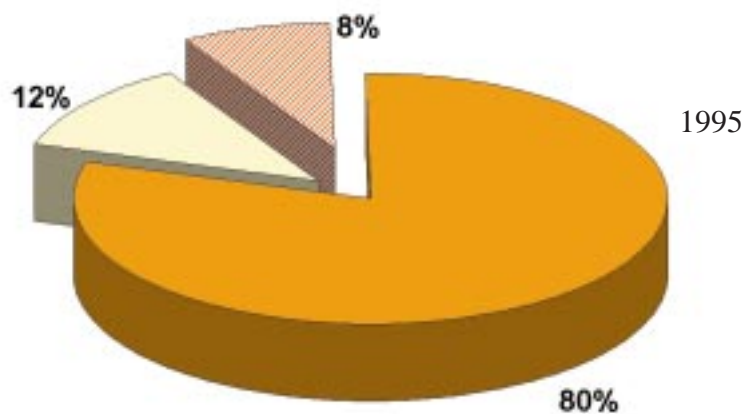
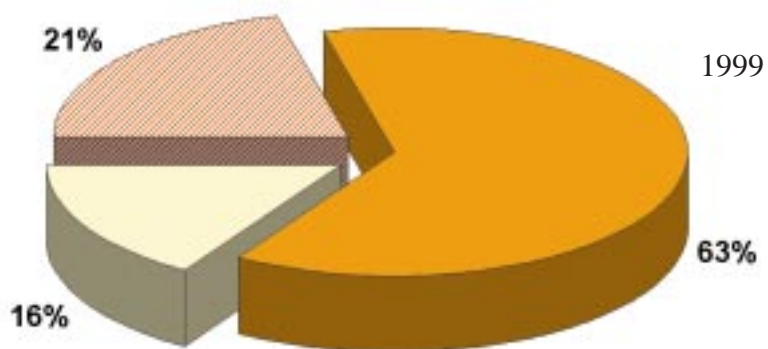
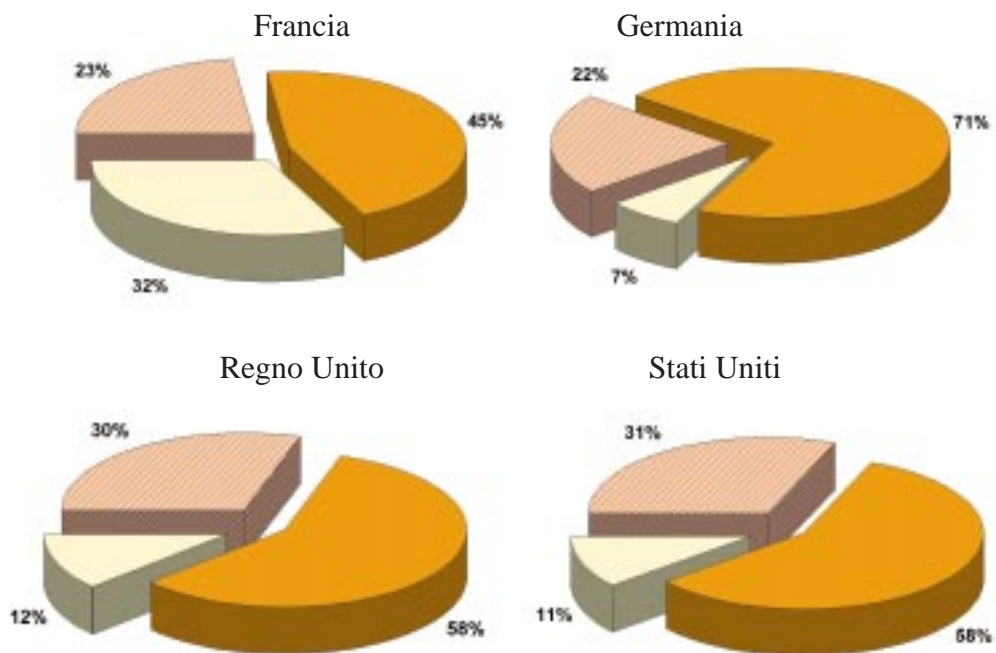


Fig. 2

**COMPOSIZIONE DEL MARGINE  
D'INTERMEDIAZIONE  
DELLE BANCHE: CONFRONTO  
INTERNAZIONALE NEL 1999**

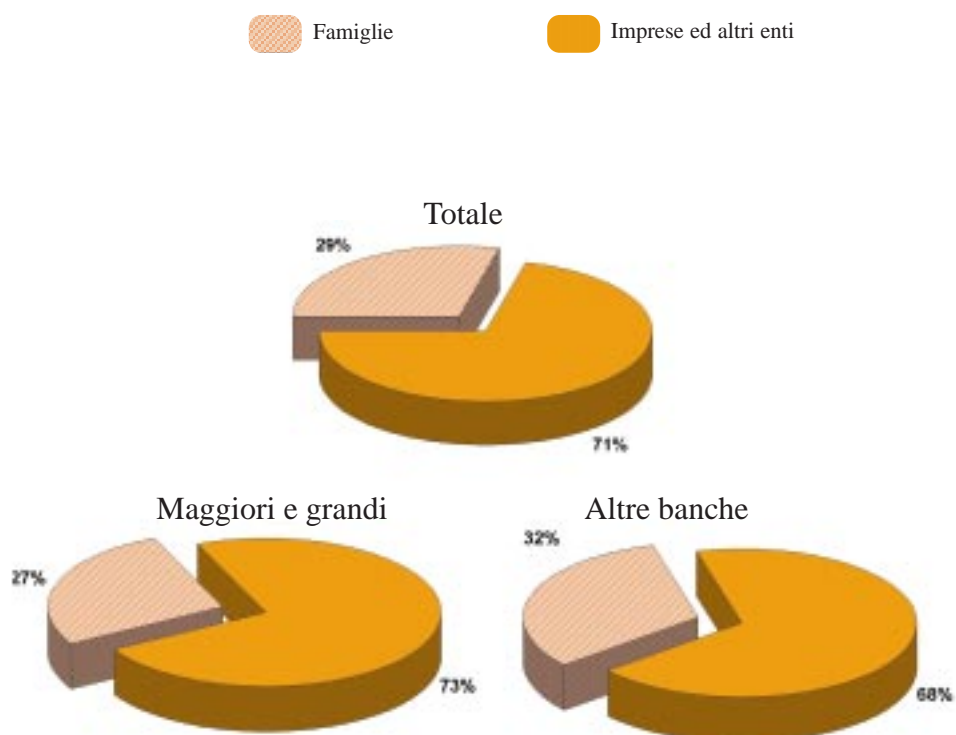
 Ricavi da interesse     Ricavi da servizi     Altri ricavi





**Fig. 3**

**COMPOSIZIONE DEI RICAVI DA SERVIZI  
DELLE BANCHE ITALIANE NEL 1999**



**Fig. 4**

**COMPOSIZIONE DEL MARGINE  
D'INTERMEDIAZIONE DELLE  
BANCHE MAGGIORI E GRANDI NEL 1999: UN  
CONFRONTO INTERNAZIONALE\***

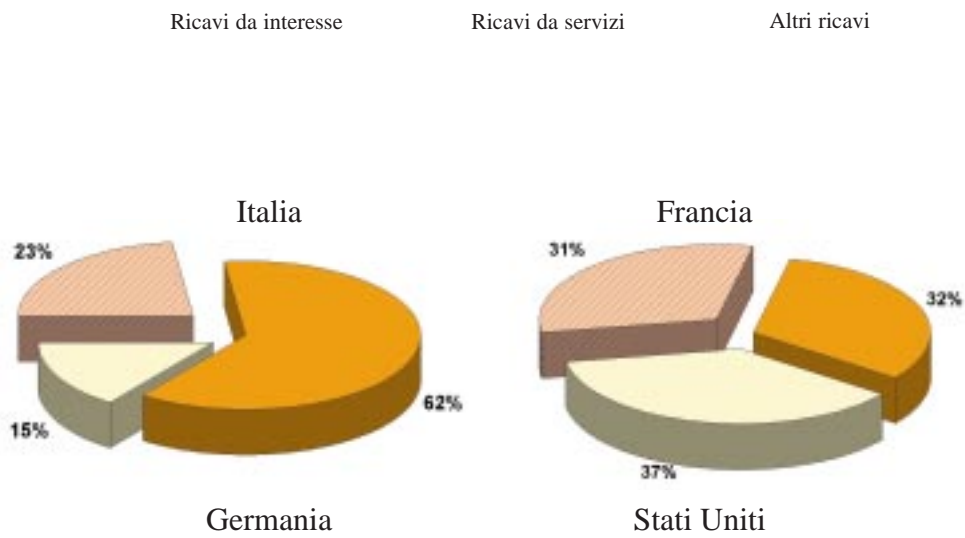
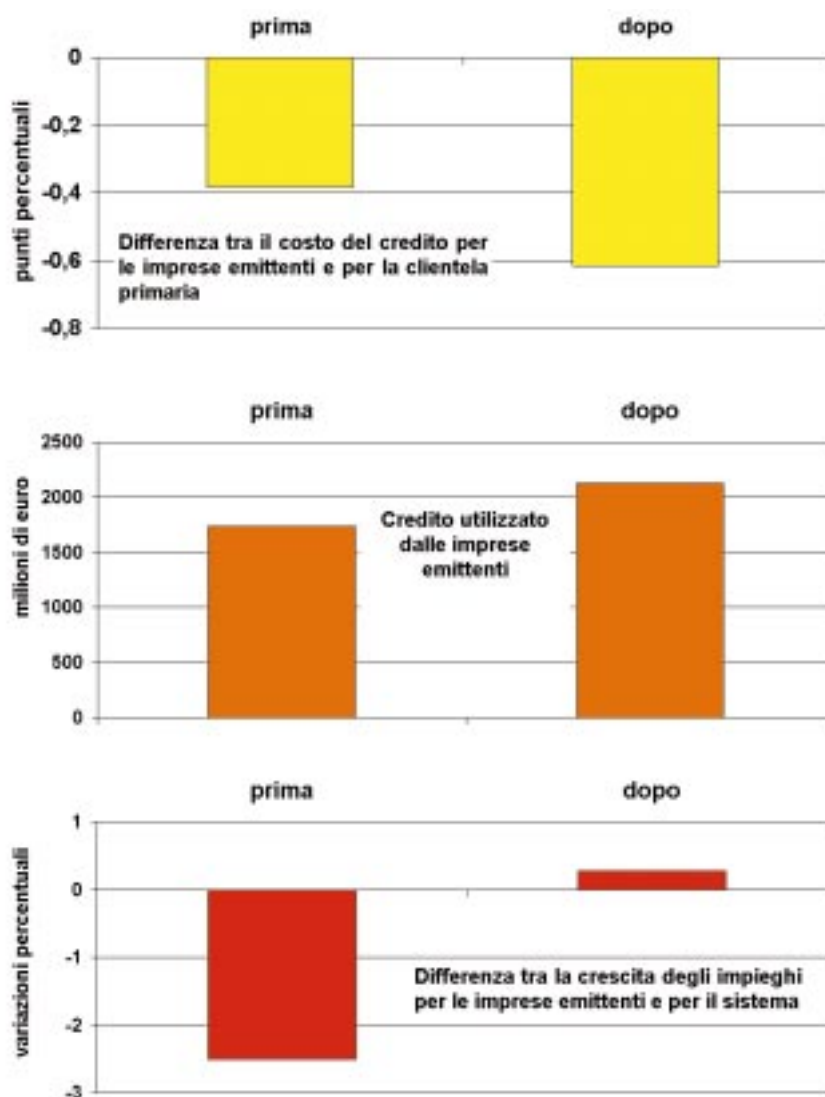


Fig. 5

### EFFETTO DELLE IMMISSIONI SUL CREDITO E SUI TASSI



Tav. 1

**Servizi finanziari alle imprese: valore delle operazioni e ricavi per gli intermediari**

Anni	Euro-area			UK	Totale			
	Italia	Francia	Germania		Emis.	Var. %	Ricavi	Var. %
	15.564	49.856	182.219	373.198	110.877	484.076	1737	
1999-2000	99.020	147.840	442.417	1.005.721	285.915	1.291.637	3543	104%
	12.233	53.316	35.073	159.751	210.814	370.565	5554	
1999-2000	60.870	114.175	101.254	477.282	391.226	868.508	17044	207%
	2.618	6.722	5.667	23.273	25.717	48.989	1373	
1999-2000	26.276	18.923	46.754	124.018	27.072	151.090	4022	193%
	1.536	3.025	3.274	11.672	11.533	23.205		
1999	1.779	2.817	3.159	11.759	11.501	23.260		101%
	31.951	112.919	226.233	567.894	358.941	926.835	8.664	
1999-2000	187.945	283.755	593.584	1.618.780	715.714	2.334.495	24.609	184%

Dati in milioni di euro. I ricavi sono frutto di stime ottenute applicando a ciascuna operazione la relativa commissione.

Tav. 2

Struttura del mercato dei titoli di debito nei principali paesi industrializzati e nell'area dell'euro  
(consistenze di fine settembre 1999)

	Area dell'Euro (2)		Gran Bretagna		Stati Uniti		Giappone	
	mld di euro	quota sul Pil	mld di euro	Quota sul Pil	mld di euro	quota sul Pil	mld di euro	Quota sul Pil
<b>Totale titoli (1)</b>	<b>6.107</b>	<b>114</b>	<b>1.268</b>	<b>94</b>	<b>15.138</b>	<b>174</b>	<b>5.881</b>	<b>143</b>
di cui:								
del settore pubblico	3.267	57	486	34	8.423	91	4.424	101
del settore privato finanziario	2.668	50	517	38	4.389	51	918	22
del settore privato non finanziario	375	7	294	22	2.846	33	814	20
<b>Titoli del mercato interno</b>	<b>4.767</b>	<b>89</b>	<b>841</b>	<b>62</b>	<b>14.027</b>	<b>162</b>	<b>5.570</b>	<b>136</b>
di cui:								
del settore pubblico	2.932	55	445	33	7.663	88	4.125	101
del settore privato finanziario	1.683	31	261	19	3.876	45	779	19
del settore privato non finanziario	152	3	135	10	2.488	29	666	16
<b>Totale del mercato internazionale</b>	<b>1340</b>	<b>25</b>	<b>427</b>	<b>32</b>	<b>1110</b>	<b>13</b>	<b>311</b>	<b>8</b>
di cui:								
del settore pubblico	133	2	11	1	239	3	24	1
del settore privato finanziario	985	18	256	19	513	6	139	3
del settore privato non finanziario	223	4	160	12	358	4	148	4

Fonte: Elaborazioni su dati di BRI

(1) I dati per paese sono ottenuti sommando i titoli del mercato nazionale e quelli emessi da residenti sul mercato internazionale (euromercato, mercato globale ed estero). Per evitare duplicazioni sono stati sottratti da ciascun mercato nazionale i titoli emessi da residenti esteri (ad esempio *yankee bonds*).

(2) I dati relativi all'area dell'euro si riferiscono a Italia, Germania, Francia, Olanda e Spagna.

## Bookrunner per le emissioni di euro-obbligazioni

1995					2000				
Pos.	Nome della banca	US\$ m	No.	Quota%	Pos.	Nome della banca	US\$ m	No.	Quota%
1	UBS Warburg	31.453	169	8,34	1	Merrill Lynch	145.074	465	10,77
2	Merrill Lynch	27.149	148	7,20	2	Morgan Stanley DW	125.887	454	9,35
3	JP Morgan	23.336	125	6,19	3	Salomon Smith B.	124.059	368	9,21
4	Nomura Securities	21.460	138	5,69	4	Deutsche Bank	111.577	425	8,29
5	Morgan Stanley DW	20.850	100	5,53	5	UBS Warburg	103.846	402	7,71
6	Deutsche Bank	19.082	83	5,06	6	JP Morgan	95.375	274	7,08
7	Lehman Brothers	17.275	73	4,58	7	Credit Suisse FB	94.413	372	7,01
8	Credit Suisse FB	16.664	71	4,42	8	Goldman Sachs	89.219	234	6,63
9	Daiwa Securities	16.333	88	4,33	9	Lehman Brothers	71.827	235	5,33
10	Goldman Sachs	14.885	57	3,95	10	ABN AMRO	52.934	197	3,93
11	Salomon Smith B.	13.869	84	3,68	11	Barclays Capital	46.333	206	3,44
12	Mizuho Holdings	13.414	135	3,56	12	BNP Paribas	34.658	170	2,57
13	ABN AMRO	12.836	79	3,40	13	Dresdner Kleinwort	26.291	98	1,95
14	BNP Paribas	11.217	66	2,98	14	HSBC	23.708	137	1,76
15	HSBC	10.730	46	2,85	15	Nomura Securities	18.295	110	1,36

Fonte: Capital Data - Bondware

Tav. 4

**Determinanti dei rendimenti all'emissione delle euro-obbligazioni**  
(divario in punti base rispetto ai tassi sui titoli pubblici con analoghe caratteristiche)

	Tutte le emissioni	Banca e impresa della stessa nazionalità	Banca e impresa della stessa nazionalità e in valuta nazionale
<b>Collocatori:</b>			
<i>Banca commerciale</i>	-7,4 **	-9,9 **	-19,9 **
<i>Misto</i>	-4,1	-3,2	-13,9 **
Importo prestito (mln. Euro)	-3,7 *	-3,7 **	-3,3
Scadenza del prestito	1,9 **	2,5 **	2,5 **
Spread di mercato	1,1 **	1,3 **	1,3 **
Quota di mercato consorzio	1,7 **	1,6	1,7
Prestiti con opzione <i>call</i>	43,5	30,2 **	34,1 **
<b>Rating:</b>			
<i>AA+</i>	4,5	18,4 **	24,8 **
<i>AA</i>	4,1 **	3,7	7,3
<i>AA-</i>	10,9 **	9,4 *	18,4 **
<i>A+</i>	22,7 **	26,4 **	34,4 **
<i>A</i>	26,8	24,6 **	41,5 **
<i>A-</i>	38,0 **	45,1 **	56,6 **
<i>BBB+</i>	51,4 **	43,8 **	61,5 **
<i>BBB</i>	50,2 **	42,1 **	70,6 **
<i>BBB-</i>	106,0 **	67,2 **	-
<i>BB+</i>	125,6 **	165,2 **	162,8 **
<i>BB</i>	181,5 **	199,6 **	170,0 **
<i>BB-</i>	284,1 **	150,7 **	198,8 **
<i>B+</i>	401,4 **	409,1 **	370,5 **
<i>B</i>	408,4 **	449,4 **	497,3 **
<i>B-</i>	499,7 **	481,7 **	495,8 **
<i>CCC+</i>	617,3 **	-	-
<i>D</i>	456,5 **	463,6 **	463,8 **
No. di prestiti esaminati	917	329	214
R-Quadro	0,91	0,94	0,95

Fonte: "Banca commerciale e banca di investimento nel collocamento dei titoli delle imprese: un'analisi empirica del mercato primario delle euro-obbligazioni", a cura di G. Guazzarotti (Banca d'Italia, Servizio Studi, 2000). \*: coefficiente statisticamente significativo al 10 per cento. \*\*: coefficiente significativo al 5% o meno

Tav. 5

**VARIABILITA' DEI RICAVI DELLE BANCHE**  
(1988-1999)

	Pannello A		Pannello B
	Margine d'interesse in % dell'attivo (a)	Ricavi da servizi in % dell'attivo (b)	Coefficiente di correlazione tra (a) e (b)
Germania	0,12	0,29	0,11
Francia	0,32	0,28	-0,92
Spagna	0,22	0,12	-0,33
Regno Unito	0,18	0,16	0,80
Italia	0,15	0,20	-0,47
- Banche maggiori e grandi	0,14	0,21	-0,26
- Altre banche	0,17	0,23	-0,71



Dott.MICHELE CALZOLARI,  
Direttore Generale della Caboto SIM Spa

## **Introduzione**

Il mio intervento si concentra sull'attività di collocamento in borsa che rappresenta oggi uno dei servizi più importanti che le banche e gli intermediari possano fornire alle imprese.

Una breve rassegna dell'esperienza più recente consente di gettare luce sulle opportunità che quest'attività offre ma anche dei problemi che essa solleva. In particolare cercherò di mettere in evidenza alcune problematiche relative al ruolo dello *sponsor* e al segmento delle piccole-medie imprese che, ancorchè sia quello in cui più stretto è il rapporto fra azienda ed intermediario italiano, è anche quello che ha dato maggiori problemi, non tanto e non solo in fase di quotazione ma anche nella successiva vita del titolo sul mercato secondario.

### **1. Aumenti di capitale e IPO nel 2000: commento ai dati**

L'anno 2000 ha confermato il trend di crescita dei mercati azionari italiani, registrando record assoluti nei vari settori di attività. In particolare, per quanto riguarda l'allargamento del listino, si è raggiunto il massimo storico sia per il numero di ammissioni a quotazione (49) sia per il numero di società quotate, pari a 297 del mese di dicembre. Il livello di capitalizzazione raggiunta dai mercati gestiti da Borsa Italiana e il suo rapporto con il Pil, ormai superiore al 70%, allineano stabilmente il mercato italiano al livello delle altre più importanti piazze finanziarie continentali.

Relativamente ai settori di appartenenza delle società di nuova quotazione, è da sottolineare la presenza di aziende municipalizzate e di numerose società dei comparti

tradizionali del made in Italy (Tod's, Luxottica, Mariella Burani Fashion Group, Ferretti), che in passato si erano dimostrati poco propensi alla quotazione.

Si è confermato il successo del Nuovo Mercato, con 34 nuove società ammesse a quotazione nel corso del 2000: la nuova modalità di finanziamento dei progetti di crescita soddisfa evidentemente una domanda che in precedenza non trovava alternative disponibili. Nel 2000 i collocamenti sul Nuovo Mercato hanno raggiunto il 64,7% del controvalore totale, anche se la dimensione media delle operazioni risulta inferiore a quella dei collocamenti realizzati sull'MTA.

Nel corso del 2000 sono stati raccolti quasi 17 miliardi di euro da parte delle imprese quotate (aumenti di capitale a pagamento e offerte pubbliche secondarie) e di nuova ammissione (con operazioni di IPO). Per un corretto confronto con la raccolta del 1999, che era stata notevolmente superiore, è da considerare la rilevanza straordinaria di operazioni quali la quotazione di Enel, la maggior IPO realizzata sui mercati mondiali nel 1999, e gli aumenti di capitale finalizzati all'acquisizione di Telecom Italia.

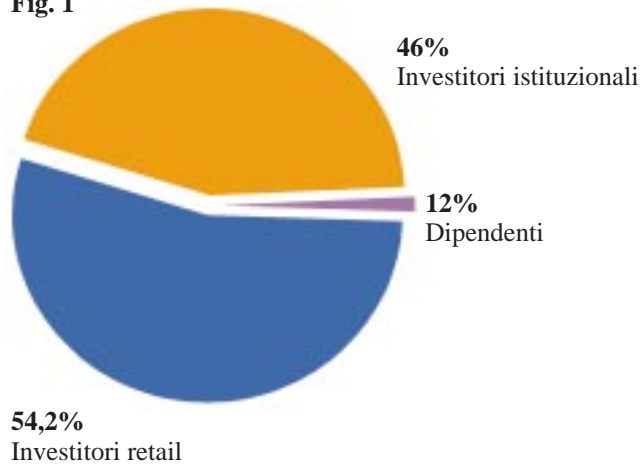
Complessivamente sono state realizzate 31 operazioni di aumento di capitale, per un controvalore di 3,8 miliardi di euro, e 48 collocamenti, di cui 45 finalizzati alla quotazione in Borsa di nuove società, che hanno consentito alle imprese di raccogliere oltre 13 miliardi di euro. Il mercato ha fatto fronte senza tensioni alla richiesta di fondi da parte delle società: il valore mediano della quota di inoptato è stato inferiore all'1%, quello di oversubscription di poco superiore a 4.

Da segnalare la crescente partecipazione degli investitori istituzionali ai collocamenti azionari, che dal 38% del 1999 sono passati al 44,8% del totale nel 2000. Parallelamente la

quota degli investitori retail è scesa dal 57,7% nel 1999 al 54% del 2000, mentre il restante 1,2% è stato sottoscritto da dipendenti delle società emittenti (fig.1).

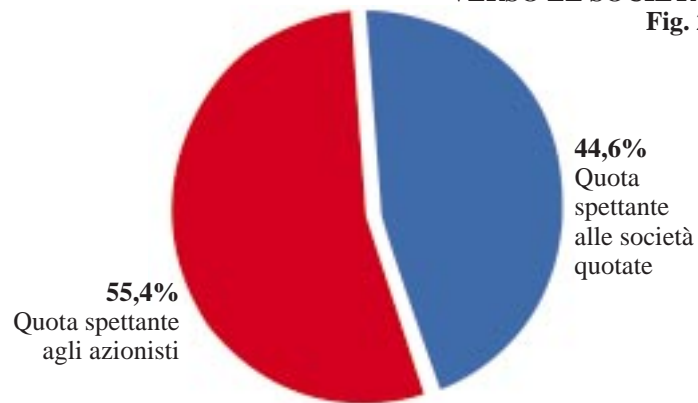
#### SUDDIVISIONE DEGLI INVESTITORI

Fig. 1



#### CANALIZZAZIONE DEI CAPITALI VERSO LE SOCIETÀ

Fig. 2



E' cresciuta la canalizzazione dei capitali verso le società, con una quota nel 2000 pari al 44.6% del totale (fig. 2 - nel 1999 era stata del 6%, anche per il peso rilevante della privatizzazione Enel).

## 2. Il ruolo dello sponsor

Nel valutare il ruolo svolto dagli intermediari nel processo di quotazione, alcune riflessioni fondamentali riguardano la figura dello *sponsor*.

Le funzioni assolve da questa figura, tipicamente italiana, sono fondamentalmente due:

- garantire nei confronti del mercato la quotabilità della società
- assicurare la liquidità del titolo

Il regolamento di Borsa Italiana per la quotazione prevede che lo sponsor si assuma importanti responsabilità. In particolare lo sponsor deve:

- assicurare la piena disclosure su quanto conosciuto, di rilevante ai fini dell'ammissione alla quotazione, sulla società emittente
- assicurare di aver adeguatamente informato i rappresentanti della società emittente sulle responsabilità e gli obblighi derivanti dai regolamenti e dalle leggi in vigore e conseguenti alla quotazione in Borsa
- verificare l'adeguatezza delle procedure interne di controllo e reporting
- verificare e garantire la fondatezza del budget
- garantire l'applicazione della *best practice* per il collocamento del titolo

Nei casi previsti dal regolamento di quotazione, in cui lo sponsor svolga anche ruolo di *specialist*, a questi si aggiungono gli obblighi relativi alla pubblicazione di ricerca: almeno due analisi finanziarie all'anno, a commento del bilancio semestrale e annuale, con previsioni sull'andamento del titolo, più i commenti di analisi in occasione dei principali eventi societari e l'organizzazione di almeno due incontri tra il management della società emittente e gli investitori istituzionali.

In realtà l'intermediario si trova spesso nell'impossibilità

di accedere a tutte le informazioni rilevanti; in tal senso sarebbe auspicabile un maggior coinvolgimento e responsabilizzazione della Società di revisione, del Collegio Sindacale ma, soprattutto, del Consiglio di Amministrazione della società emittente.

Purtroppo si deve segnalare inoltre una scarsa rispondenza tra le responsabilità assegnate allo *sponsor* e la quota di commissioni riconosciute: in genere un compenso fisso di circa 100.000 euro o uno 0.15-0.25% del controvalore dell'operazione, corrispondenti al 3-5% della commissione globale. Non a caso il ruolo di *sponsor* viene sempre svolto da intermediari italiani, essendo le grandi case internazionali molto poco propense ad assumersi responsabilità importanti a fronte di scarsi compensi.

Un'ulteriore riflessione riguarda il tema dei conflitti di interesse. Esistono innanzitutto dei conflitti manifesti, relativamente alle partecipazioni azionarie o a rapporti di natura creditizia intrattenuti dall'intermediario (o dal gruppo di appartenenza) verso la società emittente. Più difficilmente risolvibile appare il conflitto latente insito nella doppia funzione (commerciale e di garante) svolta dallo *sponsor/specialist*, relativamente alla produzione di ricerca obbligatoria: l'obiettività di giudizio sulla società emittente, essenziale per una corretta valutazione delle sue prospettive reddituali e dell'andamento del titolo, si concilia con difficoltà con la necessità di mantenere buone relazioni commerciali con le società emittenti.

Alla luce di tutte queste considerazioni ci appare necessario rivedere i regolamenti per l'ammissione alla quotazione e promuovere, su iniziativa di Assosim, la realizzazione di un codice di autoregolamentazione degli *sponsor*.

### 3. La liquidità delle *small caps* e la creazione del segmento STAR

Un persistente problema che frena un ulteriore sviluppo del mercato azionario italiano è quello relativo alla liquidità delle *small caps*. Come risulta evidente dai grafici qui riportati, la maggior parte degli scambi rimane concentrata sui titoli del MIB30, mentre la maggior parte dei titoli quotati non riesce ad attirare l'attenzione degli investitori istituzionali, a causa dei noti problemi di scarso flottante e insufficiente comunicazione con il mercato.

CONTROVALORE INTERMEDIATO - Fig. 3



QUOTA DI CAPITALIZZAZIONE - Fig. 4



■ BLUE CHIPS ■ MID CAPS ■ SMALL CAPS

■ MIB 30 ■ MINDEX ■ RESTO DEL MERCATO

(dati relativi al 1999)

Questo avviene anche nei numerosi casi di emittenti con buona redditività, che possono rappresentare interessanti occasioni di investimento: basti pensare che 30 dei 50 *best performer* del 2000 erano PMI.

La risposta di Borsa Italiana a questa situazione è stata la creazione del nuovo segmento STAR nel mese di aprile 2001, con l'obiettivo di creare un segmento di mercato dedicato alle società di piccola e media capitalizzazione (sotto gli 800 milioni di euro), aumentare la visibilità e la liquidità di questi emittenti, facilitare l'accesso alle informazioni sulle società da parte degli investitori.

Al fine del raggiungimento di questi obiettivi, sono stati previsti dei requisiti di accesso e permanenza che le società devono rispettare.

Requisiti di liquidità: soglia minima per il flottante d'ingresso (35% delle azioni ordinarie per le società di nuova quotazione, il 20% delle azioni ordinarie per le società quotate), soglia minima per il flottante di permanenza (20% delle azioni ordinarie) e nomina dello *specialist*.

Requisiti di trasparenza: pubblicazione della relazione trimestrale entro 45 giorni, pubblicazione delle comunicazioni finanziarie sul sito Internet dell'emittente e di Borsa Italiana, anche in lingua inglese, nomina di un *investor relator*, organizzazione, su iniziativa dello *specialist*, di almeno due incontri all'anno con gli investitori e pubblicazione, sempre da parte dello *specialist*, di analisi e ricerche sul titolo in via continuativa.

Requisiti di *corporate governance*: nomina nel consiglio di amministrazione di amministratori non esecutivi e indipendenti in proporzioni prestabilite, istituzione di un comitato per il controllo interno, attivazione di un sistema di incentivazione per il management legato ai risultati raggiunti.

Tali requisiti comportano un notevole impegno organizzativo e costi non trascurabili sia per le società emittenti sia per gli intermediari nominati come *specialist*, per i quali i vantaggi in termini di remunerazione sono piuttosto modesti. Il segmento STAR si caratterizza quindi essenzialmente come servizio alle imprese, anche se non è in grado di risolvere completamente il problema di "visibilità" che le PMI italiane devono affrontare.

Esiste infatti anche un problema di domanda per le *small caps*: i fondi comuni specializzati in *medium* e *small caps* rappresentano solo il 4% del patrimonio dei fondi azionari.

Rispetto alle PMI dei settori tradizionali, le Società del Nuovo Mercato hanno colto meglio lo spirito del mercato, assicurando di propria iniziativa la continuità della comunicazione, dando visibilità alle strategie aziendali, assicurando la liquidità per approvvigionarsi dei capitali necessari a sostenere elevati tassi di sviluppo.

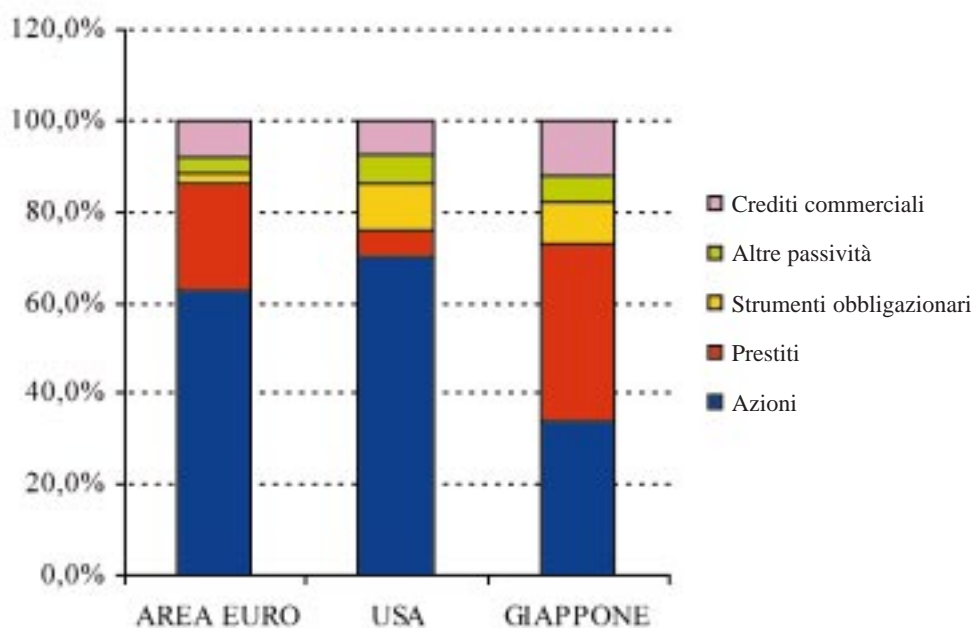


#### 4. La struttura di finanziamento delle imprese italiane

Analizzando la struttura delle fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese della zona euro si evidenzia un peso ancora consistente dei finanziamenti bancari ed uno scarso ricorso ai *corporate bonds* (fig. 5). In Italia, contrariamente a quanto avvenuto ad esempio in Francia e Germania, nel 1999 si è registrata un aumento notevole (+259%) dell'offerta di *corporate bonds* sul mercato domestico, mentre è ancora molto limitato il ricorso all'emissione di obbligazioni convertibili (solo 14 emittenti).

#### STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE - Fig. 5

Un confronto internazionale (dati relativi al 1999)



Diversi fattori legati all'unificazione monetaria hanno concorso a questo "boom" delle obbligazioni societarie in Italia, alimentando sia la domanda sia l'offerta: l'eliminazione del rischio di cambio, il processo di convergenza dei rendimenti dei titoli di stato, la riduzione dei tassi d'interesse, l'eliminazione del rischio paese, una maggior visibilità all'interno del mercato unico.

## **Conclusioni**

L'esperienza del 2000 dimostra che, al di là dell'attuale fase congiunturale, il collocamento in borsa rappresenta un'interessante opportunità di business per gli intermediari e, soprattutto, un grande servizio che le banche possono offrire alla clientela *corporate*.

Non è però un'attività facile: la concorrenza è forte, i margini si stanno restringendo e soprattutto la "responsabilità" dell'intermediario è molto rilevante sia in termini "legali" che di reputazione.

In particolare la figura dello *sponsor* comporta responsabilità eccessive sia in rapporto alle informazioni di cui l'intermediario dispone, che alla remunerazione che ne deriva.

L'attuale regolamento andrebbe rivisto per imporre all'intermediario solo le responsabilità che può effettivamente e coscientemente prendersi, nonché per tenere conto dei potenziali conflitti d'interesse.

A questo proposito, oltre a quelli ben noti relativi ai rapporti tra impresa e gruppo bancario di appartenenza dell'intermediario, ne esistono di più tipici dell'attività di mercato (ricerca dello *specialist*) per i quali sarebbe utile un'autoregolamentazione da parte degli stessi intermediari.

I problemi di responsabilità e di reputazione aumentano nel caso delle piccole e medie imprese che rappresentano il cuore della clientela per le banche italiane ma il cui rapporto con la borsa continua a risultare difficile, sia in fase di IPO che successivamente.

La scarsa liquidità di questi titoli è insieme causa ed effetto del disinteresse degli investitori, specialmente di quelli istituzionali, e dello scarso ritorno economico per gli intermediari che si fanno carico di seguire questi titoli con la ricerca ed il sostegno sul mercato.

La borsa ha recentemente cercato di rispondere a questa situazione lanciando il segmento STAR. Si tratta di un'iniziativa lodevole anche se gli obblighi regolamentari per gli emittenti e quelli operativi per gli intermediari appaiono eccessivi. E' probabile che la consuetudine spingerà ad un alleggerimento di tali obblighi pena il mancato successo di questo segmento di mercato.

In ogni caso STAR non può certo bastare da solo a risolvere il problema delle piccole e medie imprese in borsa. Esistono infatti elementi critici sia dal lato della domanda, che dell'offerta.

Sul primo fronte sarebbe indispensabile un aumento dei fondi specializzati nelle *small caps* a livello italiano ed europeo. Soltanto questo tipo di investitori ha infatti un vero interesse per questi titoli e soprattutto può vedere la propria "performance" influenzata dal loro andamento.

Ma è importante che anche dal lato dell'offerta vi siano dei significativi mutamenti "culturali". L'esperienza del 2000 ci ha infatti insegnato che le piccole ma aggressive società del nuovo mercato sembrano aver capito meglio degli altri lo spirito "vero" dell'andare in borsa che è quello di disporre di mezzi finanziari - non importa se in termini di *cash* o di carta da scambiare - per crescere.

Troppo spesso le nostre medie imprese danno invece l'impressione di essere belle ma non "intriganti": con buoni fondamentali, ben gestite, ma non contendibili e con poca o nessuna volontà di crescere per linee esterne. E' difficile che in queste condizioni possano attirare dagli investitori più di uno sguardo annoiato...

Infine un cenno sul mercato delle obbligazioni *corporate*: è questa un'area di business che potrebbe dare altrettante soddisfazioni agli emittenti ed agli intermediari. In particolare vi è un segmento che appare interessante ma che non è finora riuscito a svilupparsi come in altri paesi ed è quello delle convertibili. Forse perchè è più facile vendere i prodotti strutturati *over-the-counter*...

**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?»**  
Cristopher 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 FIDI»  
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. Mazzaello, 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 INDIRECTA" 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. Valdembrì, G. Zadra - maggio 1998
- N. 158 **«LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE DEI REDDITI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: RIFLESSI SUGLI INTERMEDIARI»**  
M. F. Ambrosiano - 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 CONFRONTO 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 BANCHE»  
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
- N. 183 **“LA DIFFUSIONE DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE: IMPLICAZIONI PER GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI E DEI MERCATI”**  
V. Pontolillo - A. Tantazzi - T. Cartone - maggio 2001
- N. 184 **“LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE E DEI GRUPPI BANCARI ITALIANI”**  
G. Pirovano - F. Pepe - giugno 2001

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

Finito di stampare giugno 2001

