

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



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

G. D'AGOSTINO - A. IULIUCCI

**“LA REGOLAMENTAZIONE NEI RAPPORTI CON LA
CLIENTELA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO”**

Interventi tenuti nell'ambito del Corso di aggiornamento su:
“Trasparenza e comunicazione nei rapporti con i clienti di servizi di investimento ”
Milano, 28 Febbraio - 1° Marzo 2002

QUADERNO N. 197

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



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

G. D'AGOSTINO - A. IULIUCCI

**“LA REGOLAMENTAZIONE NEI RAPPORTI CON LA
CLIENTELA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO”**

Interventi tenuti nell'ambito del Corso di aggiornamento su:
“Trasparenza e comunicazione nei rapporti con i clienti di servizi di investimento ”
Milano, 28 Febbraio - 1° Marzo 2002

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

Giuseppe D'AGOSTINO¹,
Responsabile Ufficio Vigilanza SGR e OICR CONSOB

Considerazioni in tema di regolamentazione della comunicazione con la clientela nella prestazione dei servizi di gestione del risparmio

1. Premessa.

La relazione tra gli intermediari finanziari e gli investitori è affetta da strutturali problemi di asimmetria informativa e la regolamentazione dei mercati dei servizi di investimento si preoccupa di mitigare i conseguenti effetti in tema di *selezione avversa* e *comportamento sleale*.

La scarsa cultura finanziaria tecnica degli investitori non sofisticati (che rappresentano la quasi totalità dei clienti di tipo *retail*) innalza la rilevanza delle problematiche connesse all'affidabilità delle informazioni rese dagli intermediari e all'incertezza della qualità dei servizi finanziari offerti nel mercato. Infatti, la prestazione di servizi di investimento tipicamente incorpora caratteristiche dei c.d. *credence good*, la cui qualità non è accertabile a costi ragionevoli neppure dopo un processo di acquisti ripetuti (come ad esempio accade nel caso degli *experience good*). Date tali condizioni, è assai improbabile che il mercato dei servizi di investimento attivi spontaneamente meccanismi auto-correttivi.

Senza un intervento di regolamentazione, pertanto, il mercato dei servizi finanziari tenderebbe verso il c.d. equilibrio dei "limoni", situazione teorica in cui la non verificabilità delle informazioni disponibili per il pubblico degli acquirenti conduce necessariamente al blocco degli scambi economici.

1. Divisione Intermediari – CONSOB, via della Posta 8/10, Milano. L'Autore ringrazia Daniela Gariboldi, Raimondo Maggiore ed Emma Iannaccone della Consob per le utili discussioni sul tema trattato. Le opinioni espresse sono proprie dell'Autore e non rappresentano necessariamente quelle dell'Istituto di appartenenza.

2. La regolamentazione degli scambi informativi tra intermediario e cliente. La fase pre-contrattuale.

La chiarezza e la trasparenza informativa sono capisaldi di una corretta gestione del rapporto con i clienti. Assicurare tali proprietà – nella fase genetica del rapporto con l’intermediario e in quelle successive - è la finalità primaria perseguita dalla CONSOB.

Prima di compiere una scelta di prodotto/servizio finanziario il sottoscrittore deve essere adeguatamente informato circa la natura ed i rischi dell’operazione che intende concludere. Al riguardo, il sistema normativo dispone che l’attività sollecitatoria avvenga in un contesto di piena consapevolezza per l’investitore (cfr. art. 21 TUF). A tal fine è posto in capo all’intermediario un obbligo positivo di garantire il soddisfacimento di tale condizione attraverso la trasmissione all’investitore di informazioni complete e chiare sulle caratteristiche del prodotto/servizio offerto. Tuttavia, ciò non esaurisce lo spettro degli obblighi dell’intermediario; infatti, al medesimo è richiesto di acquisire informazioni dal cliente al fine di valutare l’adeguatezza del servizio/prodotto offerto alle esigenze del cliente medesimo.

Nella fase pre-contrattuale, la regola di adeguatezza prescrive all’intermediario l’effettuazione di un’attenta verifica *ex ante* della congruità e idoneità dell’investimento eseguito, disposto o meramente consigliato, rispetto alla situazione personale, patrimoniale e finanziaria dell’investitore, tenuto conto degli obiettivi dallo stesso dichiarati.

Il presupposto logico del giudizio di adeguatezza richiesto all’intermediario è sintetizzato in due norme di principio di derivazione anglosassone, che trovano un preciso riferimento nell’art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98 (“Informazioni tra gli intermediari e gli investitori”):

1) la c.d. “*know-your-customer rule*” ;

2) la c.d. “*know-the-security rule*”².

In base al principio *sub 1*), gli intermediari sono tenuti ad informarsi sui fatti basilari relativi alla condizione personale dell’investitore che qualifichino le sue esigenze rispetto al servizio d’investimento prestato. Le informazioni rilevanti sono acquisite all’inizio del rapporto con il cliente (cfr. art. 28, c.1 del Reg. 11522/98 -“*Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell’inizio della prestazione dei servizi d’investimento...*”) e sono tradizionalmente contenute nella documentazione allegata al contratto o comunque nel fascicolo del cliente. Esse riguardano la professione, l’ammontare e la natura del reddito percepito, il patrimonio posseduto, l’esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, le finalità d’investimento, l’orizzonte temporale e la propensione al rischio del cliente.

Le informazioni rilevanti riguardano anche dati e notizie qualificabili come “sensibili”: la naturale riluttanza dell’investitore a fornirle deve essere pertanto affrontata con un approccio pedagogico volto a mostrare l’importanza dei dati in parola per la corretta prestazione di un servizio *adeguato*. Il rifiuto dell’investitore, fatto constare nel contratto o da apposita dichiarazione sottoscritta dall’investitore, non vale per sé ad escludere la responsabilità dell’intermediario. In tale circostanza assume rilevanza segnaletica ogni altra informazione disponibile sul cliente (per esempio, la dimensione del patrimonio oggetto di investimento, eventuali disposizioni specifiche impartite in sede contrattuale, le operazioni disposte nel passato ecc.).

La *know-your-customer rule* condiziona la relazione intermediario-cliente anche successivamente al momento costitutivo del rapporto. Infatti, il suo rispetto esige che le

2. Queste regole sono state codificate nel *Conduct of Business Principles* dello IOSCO del novembre 1990 e recepite nella Direttiva Comunitaria sui servizi di investimento del maggio 1993 e nella Direttiva Comunitaria n. 85/611 in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (nella versione modificata del gennaio 2002).

informazioni acquisite siano tenute aggiornate dall'intermediario, anche mediante il riscontro periodico della coerenza della situazione del cliente con gli obiettivi d'investimento originariamente dichiarati. La revisione dei dati dovrebbe essere realizzata in cooperazione con il cliente, beneficiario diretto di una corretta impostazione operativa dell'intermediario. In mancanza di collaborazione del cliente, è dovere dello stesso intermediario assumere autonome iniziative volte alla verifica periodica delle informazioni in suo possesso, manifestando al cliente la necessità di conoscere eventuali fatti modificativi del suo *status* e, di conseguenza, dei suoi obiettivi di investimento.

Si intende qui rimarcare la fondamentale importanza della definizione delle caratteristiche del cliente prima della prestazione del servizio di investimento. Nell'osservazione empirica del comportamento degli intermediari sovente si riscontra un atteggiamento amministrativo-burocratico in materia di acquisizione delle informazioni dal cliente, con due approcci, entrambi di scarsa utilità:

- a) redazione diligente di un apposito modulo prestampato per l'acquisizione di notizie e dati utili per delineare gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio del cliente (notizie e dati che tuttavia non sono generalmente immagazzinati in un data-base informatico; pertanto, non vengono utilizzati algoritmi per la valutazione di adeguatezza, e ciò impedisce, di fatto, la gestione di queste informazioni in presenza di un numero rilevante di clienti);
- b) il secondo approccio è rappresentato dall'inerzia di fronte alla riluttanza del cliente a fornire notizie sul suo conto (il cliente in questo caso, ci si giustifica, non deve essere messo in una condizione di disagio. Tale argomentazione è difficilmente sostenibile in caso di contestazioni del cliente medesimo).

Il principio sub 2) della “*know-the-security rule*” impone che il giudizio di adeguatezza sia evidentemente basato

sull'approfondita conoscenza della natura del servizio/prodotto verso cui s'indirizza il cliente. Ogni raccomandazione o decisione di investimento per conto del cliente deve implicare un'approfondita ricerca e verifica di tutte le informazioni ragionevolmente accertabili da parte di un intermediario professionale.

L'art. 28, comma 2, del cit. Reg. 11522/98 dispone, infatti, che *“Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione, se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”*.

Anche la *know-the-security rule* stabilisce a carico dell'intermediario un obbligo positivo di indagine su tutte le circostanze rilevanti ai fini di una valutazione professionale degli strumenti finanziari/servizi offerti e di comunicazione delle stesse agli investitori in caso queste siano essenziali per l'assunzione della scelta di investimento. Infatti, lo scopo della norma in parola non è limitato ad assicurare che la transazione finanziaria (come, per esempio, l'acquisto di un prodotto finanziario o la stipulazione di un contratto di gestione di portafoglio) sia corretta e di fatto adeguata al profilo del cliente-investitore, ma soprattutto di consentire a quest'ultimo di decidere in condizioni di consapevolezza³.

La rappresentazione ingannevole in relazione alle caratteristiche dell'investimento in un determinato strumento finanziario è imputabile all'intermediario non solo in presenza di accertata falsità delle affermazioni rilasciate al cliente, ma anche e soprattutto in caso di omissione di tutte le

3. Nel contesto statunitense, la regola della *suitability* trova origine nelle disposizioni generali anti-frode, alle quali tuttora essa viene ricondotta. Secondo tale disciplina, l'informativa agli investitori deve basarsi su due concetti fondamentali: *materiality* (che può tradursi come significatività, rilevanza o essenzialità) e *reliance* (affidabilità) (cfr. Jennings e Altri (1998), pag. 1025).

circostanze sfavorevoli che l'intermediario conosceva o avrebbe potuto ragionevolmente conoscere in base ai canoni di diligenza e professionalità che devono sempre permeare il suo agire. Ciò configura una grave violazione dell'obbligo di correttezza di comportamento.

Per converso, la chiara esposizione agli investitori dei rischi di un investimento è fatto esimente per l'intermediario, al quale quindi non possono essere addebitati il realizzarsi di eventi non prevedibili⁴. Tuttavia, l'informativa fornita al cliente deve essere compatibile con il suo *background* culturale e professionale; la mancata comprensione delle caratteristiche del prodotto finanziario offerto rappresenta un indice di inadeguatezza dello stesso, pur in presenza di un'informativa precisa e dettagliata.

3. I parametri per la definizione delle caratteristiche dei servizi di gestione individuale e collettiva.

Nell'ambito dei servizi di gestione, la CONSOB, cui la legge ha attribuito competenze di vigilanza in materia di correttezza e trasparenza di comportamento degli intermediari, ha disposto per via regolamentare che fossero indicate le caratteristiche della gestione nel prospetto informativo per la gestione collettiva e nel contratto per la gestione su base individuale.

Lo scopo perseguito è quello di consentire agli investitori di delineare un profilo di rischio del proprio portafoglio attraverso la scelta di prodotti (nel caso di gestione collettiva) la cui qualità sia facilmente percepibile tramite la lettura del prospetto informativo o attraverso la definizione dei limiti operativi nel caso di gestione individuale.

4. Al riguardo è da menzionare il caso della società statunitense "WOW", fallita per ragioni di mercato, il cui management aveva subito un'azione legale da parte degli investitori di "junk bonds" emessi mediante offerta pubblica qualche anno prima; nel chiudere il caso la corte distrettuale aveva così sentenziato: "...*The securities laws do not insulate investors against stock downturns which are caused by events not foreseeable to the company's management, nor do they provide insurance against risks that were disclosed to investors at the time they purchased the securities*" (cfr. cit. Jennings e Altri (1998), pag. 1031).

Gestioni collettive: Fondi comuni aperti. La lettura del prospetto informativo rappresenta un momento fondamentale nel processo di formazione della volontà del risparmiatore: essa assume infatti una valenza determinante per la comprensione delle caratteristiche del prodotto e, quindi, per l'innalzamento della sua capacità di auto-tutela .

Una prima classificazione dei fondi comuni aperti italiani può essere effettuata tenendo conto delle diverse funzionalità (classificazione⁵ che non ha la pretesa di essere esaustiva):

- i. fondi come *asset classes*;
- ii. fondi come portafogli diversificati;
- iii. fondi senza limiti prefissati con delega ampia al gestore.

Appartengono alla prima categoria i fondi che investono in una specifica classe di investimenti (azioni, obbligazioni ecc.), e che pertanto sono da utilizzare come componenti per la costruzione di un portafoglio diversificato di attività finanziarie; nella seconda tipologia possono essere annoverati i portafogli c.d. bilanciati, dove l'investimento è suddiviso tra obbligazioni e azioni secondo dei limiti prefissati ed alla terza tipologia i fondi c.d. flessibili, caratterizzati da una dinamica di aggiustamento delle macro-classi di attività totalmente delegata al gestore.

La suddetta classificazione non appare tuttavia pienamente soddisfacente nell'enfatizzare, nella comunicazione agli investitori, le differenze funzionali e qualitative dei prodotti.

A tal fine risulta indispensabile un'attenta lettura del prospetto informativo, recentemente oggetto da parte della CONSOB di una revisione generale della struttura avvenuta con la riforma del maggio '99 e, successivamente, con un ulteriore *restyling* regolamentare nell'aprile del 2001.

5. In tal senso, la categoria di appartenenza Assogestioni rappresenta un primo passo per la riconoscibilità dei fondi secondo le suddette macro-funzioni. Tali categorie infatti sono essenzialmente definite dai mercati di investimento, dalla valuta di riferimento, dalla *duration* e nel caso dei fondi bilanciati dal *range* di variazione degli investimenti in azioni (considerate *tout court*).

L'intervento si è reso necessario per colmare le deficienze informative relative alla descrizione della politica di investimento del fondo.

Nel dettaglio, si evidenziavano le seguenti criticità⁶:

- il livello di rischio del fondo era descritto in termini di classificazione Assogestioni di appartenenza;
- non era descritta la rilevanza degli investimenti in strumenti finanziari di emittenti appartenenti a paesi emergenti. Non erano considerati i diversi meriti creditizi dei paesi definiti emergenti;
- non era indicata la politica seguita in relazione al rischio di cambio. In molti casi, alla copertura del rischio valutario era attribuita una funzione di immunizzazione del portafoglio anche dal rischio creditizio;
- gli investimenti in titoli obbligazionari erano definiti in termini di valuta di emissione (anche in conformità ai criteri di classificazione di Assogestioni). Non era riportata l'indicazione del merito creditizio dell'emittente (o in mancanza, del paese dell'emittente), della *duration* e del grado di liquidabilità dello strumento finanziario;
- con riguardo alla categoria definita flessibile, non si faceva riferimento allo stile gestionale tipizzante (il c.d. *market timing*), quanto piuttosto genericamente all'assenza di vincoli con riferimento alla tipologia di *assets* detenuti. La categoria flessibile veniva ad assumere la qualifica di categoria "altra", avente natura residuale;
- nessuna descrizione veniva resa dello stile gestionale e del processo di selezione degli strumenti finanziari caratterizzante il prodotto.

6. Peraltro, l'informativa da prospetto si poneva in linea con il contenuto ancora oggi riscontrabile nella maggioranza dei casi di fondi comuni istituiti presso i paesi dell'Unione Europea.

Ci si è posti il problema di dare visibilità alla qualità del prodotto “fondo comune” attraverso il dettaglio delle informazioni contenute nel prospetto informativo, cioè attraverso la definizione di caratteri distintivi necessari sia per la decisione di acquisto (ex ante) sia per la valutazione dell’impegno del gestore (ex-post).

Con il regolamento 11971/99 la Consob ha quindi dettato gli ulteriori parametri che devono essere indicati per meglio definire le caratteristiche di ciascun fondo:

- a) finalità del fondo in relazione ai potenziali destinatari⁷;
- b) orizzonte temporale di investimento consigliato al potenziale investitore;
- c) grado di rischio connesso all'investimento nel fondo⁸;
- d) sintesi degli obiettivi di investimento del fondo, con particolare riguardo a:
 - d.1) principali tipologie di strumenti finanziari;
 - d.2) aree geografiche/mercati di riferimento;
 - d.3) categorie di emittenti e/o settori industriali;
 - d.4) specifici fattori di rischio (rilevanza degli investimenti in titoli emessi da società a bassa capitalizzazione; durata media finanziaria e merito creditizio minimo della componente obbligazionaria del portafoglio, se rilevante; evidenza degli investimenti in strumenti finanziari di emittenti dei cosiddetti Paesi Emergenti);
- e) breve descrizione dello stile gestionale adottato dal gestore (indicazione della relazione esistente tra parametro di riferimento - *benchmark* - prescelto ed obiettivi del fondo; specificazione degli eventuali elementi caratterizzanti il processo di selezione degli strumenti finanziari in portafoglio).

7. Ad esempio, "conservazione del capitale" tramite un fondo di liquidità Area Euro; "crescita del capitale" tramite un fondo azionario Europa.

8. Il grado di rischio, che deve essere stabilito avendo presente la volatilità del fondo (scostamento quadratico medio dei rendimenti settimanali) nel corso degli ultimi 3 anni o, in alternativa, qualora la stessa non sia disponibile, del relativo *benchmark*, deve essere tradotto nel prospetto in termini descrittivi. Il profilo di rischio del prodotto potrà essere illustrato identificandolo con uno dei seguenti valori: basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto e molto alto.

Nelle proposte di offerta l'intermediario ha dunque il compito di spiegare le specificità di ciascun fondo ed il contributo alla diversificazione del rischio del cliente in presenza di altre attività finanziarie.

Gestione di portafogli su base individuale. In materia di contratto di gestione su base individuale, la CONSOB ha disposto che il contratto indichi:

- 1) le categorie di strumenti finanziari nelle quali può essere investito il patrimonio gestito e gli eventuali limiti;
- 2) la tipologia delle operazioni che l'intermediario può effettuare sui suddetti strumenti finanziari;
- 3) la misura massima della leva finanziaria che l'intermediario può utilizzare;
- 4) il *benchmark* di portafoglio.

Con riguardo alla categorie di strumenti finanziari, la regolamentazione individua i seguenti elementi distintivi:

- a) le valute di denominazione (Unione Europea, USA, Giappone, altri Stati appartenenti all'OCSE, tutti gli altri Stati);
- b) i mercati di negoziazione (Unione Europea, Stati appartenenti all'OCSE, gli altri Stati, non negoziati in alcun mercato);
- c) la tipologia di emittenti per i titoli di debito: Stati appartenenti all'OCSE, Enti internazionale di carattere pubblico, Stati non appartenenti all'OCSE, altri emittenti;
- d) il rating ottenuto da agenzie di valutazione per i titoli di debito di emittenti societari;
- e) la durata finanziaria (*duration*) per i titoli di debito (inferiore ad 1 anno; compreso tra 1 e 3 anni; superiore a 3 anni).

A differenza del prospetto informativo dei fondi, il

contratto di gestione non è oggetto di un procedimento autorizzatorio da parte della CONSOB finalizzato ad attestarne la conformità alle regole primarie e secondarie.

La specificazione di tali parametri è lasciata alla responsabilità del singolo intermediario. L'incompletezza o incongruenza informativa rispetto al profilo di rischio del servizio di gestione offerto non è di immediato riscontro.

In genere si lamenta la scarsa leggibilità materiale del documento contrattuale, per esempio per un carattere di stampa molto piccolo e per la densità di parole in uno spazio ridotto.

L'investitore deve informarsi approfonditamente presso l'intermediario sulle caratteristiche e sul grado di rischio della linea di gestione che intende prescegliere e **deve concludere il contratto solo se è ragionevolmente sicuro di aver compreso le caratteristiche della gestione ed il grado di esposizione al rischio che essa comporta.**

4. La comunicazione intermediario-cliente durante la fase di esecuzione del mandato gestorio.

Nel caso dei servizi di gestione (sia essa svolta su base individuale che collettiva) il gap conoscitivo tra intermediario e cliente non si limita allo stadio iniziale del rapporto, ma si estende alla fase di esecuzione del mandato di gestione. Per effetto della delega di gestione, l'investitore non è in grado di monitorare il processo di selezione del portafoglio, in quanto non può conoscere direttamente e gratuitamente le informazioni acquisite ed elaborate dai *managers* né valutare la congruenza delle scelte di investimento effettuate. L'investitore riceve solo *ex-post* informazioni circa le capacità del gestore tramite l'osservazione della composizione di portafoglio e soprattutto delle *performance* conseguite. Tuttavia, l'investitore non è in grado di separare gli effetti sulle *performance* dell'impegno del gestore da

quelli degli eventi casuali (per loro natura non controllabili), né inferire il livello di rischio effettivamente prescelto dal gestore⁹.

Si pone pertanto il problema delle modalità di rendicontazione periodica sui risultati conseguiti e sulle scelte effettuate.

Gestione individuale: nel prospetto riassuntivo del rendiconto periodico deve essere riportato il confronto del rendimento netto della gestione con la *performance* del *benchmark*; inoltre nello schema "G" del rendiconto periodico devono essere riportate tutte le operazioni sugli strumenti finanziari e la valutazione del portafoglio (All.5 – Rendiconto del servizio di gestione di portafogli, Reg. n.11522/98).

Gestione collettiva: la parte II del prospetto informativo, da inviare obbligatoriamente ogni anno ai singoli sottoscrittori, deve contenere l'illustrazione dei dati storici di rischio/rendimento e costi dei fondi/Sicav (grafico lineare del rendimento mensile del fondo e del *benchmark* nell'ultimo anno solare; istogramma dei rendimenti annuali del fondo e del *benchmark* degli ultimi dieci anni; dati sul rendimento medio composto annuo degli ultimi tre e cinque anni confrontati con i relativi dati di *benchmark*). I dati sul rendimento percentuale dell'OICR comunque diffusi dalle società di gestione del risparmio e dalle SICAV sono sempre confrontati con quelli del parametro oggettivo di riferimento (Art. 62, comma 5, cit. Reg.11522 - Rendicontazioni periodiche).

E ancora gli articoli 17 e 18 del Reg. 11971/99 disciplinano i principi cui soggiacciono gli annunci pubblicitari (e l'informativa volontaria) in tema di OICR e fondi pensione. Specifici criteri sono inoltre indicati con riguardo alla presentazione delle performance nella Comunicazione del 26 aprile 2001.

9. Cfr. tra gli altri Kihlstrom (1988); Huberman e Kandel (1993).

Infine, la disciplina dei prospetti contabili degli OICR italiani, demandata dal TUF alla Banca d'Italia, prevede l'obbligo a carico degli amministratori di redigere apposita relazione descrittiva della strategia di investimento posta in essere per ciascun OICR, da inserire nel rendiconto annuale della gestione.

Il rendiconto è quindi dalla stessa normativa considerato il miglior strumento per informare in dettaglio sull'operato del gestore.

Nell'ultimo decennio sono stati rarissimi i casi accertati di manipolazione dei rendiconti ad opera di intermediari autorizzati, circostanza che dimostra l'efficacia del sistema dei controlli in materia, nonché l'esistenza di una significativa autodisciplina del mercato.

5. Il Benchmark: le funzioni informative.

Il *benchmark* gioca un ruolo informativo importante nella ricomposizione delle criticità del rapporto tra intermediari gestori e risparmiatori. Come si è visto, tali criticità ineriscono sia alla fase di scelta dell'investimento (fase di formazione della volontà) sia a quella successiva di valutazione dell'investimento effettuato.

Il *benchmark* costituisce un portafoglio virtuale di attività finanziarie che deve essere:

- 1) rappresentativo per il gestore del rischio tipico del/i mercato/i oggetto di investimento e, quindi, delle attività finanziarie contemplate dal mandato gestorio;
- 2) replicabile;
- 3) accettato dal gestore come strategia neutrale;
- 4) coerente con gli obiettivi dell'investitore¹⁰.

10. Si veda in proposito il documento dell'AIMR sui GIPS, Standard globali di presentazione delle performance degli investimenti, (Giugno 1999), Ed. Italiana, Assogestioni.

L'indicazione del *benchmark* nel contratto di gestione individuale e nel prospetto informativo, nel caso di OICR, resa obbligatoria con il Regolamento Intermediari e imposta nella documentazione d'offerta dal Regolamento Emittenti, rappresenta uno strumento segnaletico delle caratteristiche di rischio del prodotto/servizio offerto tale da consentire una consapevole scelta di investimento nel momento di definizione del rapporto con l'intermediario.

Nella fase di esecuzione del rapporto contrattuale, l'utilizzo del *benchmark* permette di seguire l'andamento dell'investimento tramite il confronto con un parametro oggettivo rappresentativo del profilo di rischio-rendimento della gestione.

Non possono essere considerati parametri oggettivi di riferimento, per esempio:

- il tasso monetario interbancario;
- il tasso di inflazione;
- la media di rendimento dei fondi appartenenti ad una categoria.

Questi indicatori non rappresentano portafogli di attività finanziarie replicabili. Non possono in alcun caso essere utilizzati per connotare il profilo di rischio-rendimento di un portafoglio finanziario. Pertanto, essi dovrebbero essere esclusi da eventuali meccanismi di remunerazione del gestore. Fino al 1997, tuttavia, in molti fondi azionari era possibile riscontrare, nel meccanismo di calcolo delle commissioni di performance, l'indice ISTAT dei prezzi al consumo. Il meccanismo era comunque remunerativo per il gestore e, in quanto tale, non risultava equo per effetto della diversa volatilità che connota l'indice in parola ed il rendimento di un fondo azionario. Il differenziale di volatilità era cioè tale che le commissioni di performance (aventi natura di opzioni) avessero sempre un valore positivo (e pertanto rappresentavano un costo della gestione non rivelato)¹¹.

11. Al riguardo, Relazione per l'anno 1997 della CONSOB pagg 73-76.

Ciò non esclude a priori che i suddetti indicatori possano essere utilizzati nel processo di selezione di prodotti finanziari da parte dei clienti. L'ultimo indice rappresenta infatti una misura spuria di concorrenzialità, mentre i primi due potrebbero essere assimilati a misure di costo-opportunità.

In questo quadro il *benchmark* svolge una funzione centrale sia per la gestione collettiva sia per quella individuale, consentendo un orientamento e una comprensione sintetica del profilo di rischio della gestione, altrimenti difficilmente rappresentabile.

Scarsa attenzione è, invece, prestata dai soggetti collocatori alla chiarificazione del ruolo del *benchmark* al pubblico dei risparmiatori; ciò in quanto è percepito erroneamente come un mero strumento di valutazione ex-post.

In realtà, l'obbligo di indicare il *benchmark* tra le "caratteristiche della gestione" nel contratto relativo al servizio di gestione individuale è sancito dall'art. 38 del Regolamento Intermediari al fine di consentire sia un'adeguata scelta dell'investimento sia il relativo monitoraggio.

Va rimarcato il concetto che il *benchmark* si limita a riflettere il profilo di rischio rendimento della gestione (già delineato da altri elementi: categorie di strumenti finanziari; tipologia di operazioni; leva finanziaria), concorrendo a determinarne gli "obiettivi d'investimento". Esso deve, infatti, caratterizzarsi in termini di coerenza con i rischi connessi alla gestione (art. 24 Reg. Intermediari).

E' invero lo stile gestionale (strategia passiva vs. strategia attiva) a delineare l'ampiezza del profilo di rischio del portafoglio oggetto di gestione, dato un livello di rischio di mercato considerato neutrale, rappresentato dal portafoglio-*benchmark*.

Così nel caso di strategia passiva, l'intermediario si limita a replicare la composizione del *benchmark* che, pertanto,

definisce sinteticamente il livello di rischio-rendimento del portafoglio gestito.

Nel caso di strategia attiva, il *benchmark* non ha alcun effetto vincolante sull'operatività del gestore, costituendo tuttavia lo strumento primario per la valutazione ex-post dell'abilità del gestore, posto il vincolo di relazione necessaria con il portafoglio.

L'eventuale modificazione del livello di rischio prescelto dall'investitore addebitabile al comportamento del gestore potrebbe avere "implicazioni contrattuali", avuto riguardo alla ampiezza della divergenza delle scelte del gestore tollerabile dall'investitore medesimo.

Nella comunicazione con gli investitori, occorre quindi sottolineare il fatto che una strategia di gestione attiva tende potenzialmente a dilatare l'ambito di discrezionalità del gestore e pertanto l'ampiezza del sentiero di rischio sistemico assunto.

Ciò giustifica l'imposizione di un obbligo a carico del gestore di rappresentazione delle performance del portafoglio gestito in confronto all'andamento del relativo *benchmark*, quale portafoglio passivo la cui scelta non comporterebbe in ipotesi alcun costo di monitoraggio.

Va da sé che nei casi in cui le scelte di investimento siano traducibili in una politica di *asset allocation*, il *benchmark* può esprimere ex-ante il profilo di rischio neutrale della gestione. Viceversa, nel caso di stili gestionali orientati al *market timing*, cioè caratterizzati da processi di aggiustamento del portafoglio estremamente frequenti, il *benchmark* è privo di qualsivoglia potere informativo in quanto questo tipo di operatività tende a rendere molto instabile la relazione tra fondo e portafoglio-indice. Una misura del rischio della gestione dovrebbe in questa ipotesi essere indicata da altri parametri, quali ad esempio la volatilità dei mercati di riferimento.

Il *benchmark* in quanto portafoglio virtuale assolve soltanto ad una funzione segnaletica del rischio ex-ante e di

coerenza della gestione ex-post. La comparazione numerica dei risultati del fondo con l'andamento del *benchmark* risulta comunque distorta dagli oneri di negoziazione e dai costi di ribilanciamento sostenuti per il fondo e non calcolati nel *benchmark*. Da qui l'estrema cautela che si impone nel valutare le performance storiche di un fondo in termini di mera comparazione dei rendimenti del fondo stesso con il suo *benchmark*.

5. Regole sulla pubblicità e sulle comunicazioni volontarie al pubblico in materia di gestione collettiva.

Con riguardo alle regole di trasparenza che ciascun intermediario dovrebbe seguire, si sottolinea la necessità di porre in essere un approccio integrato alle diverse modalità utilizzate per la comunicazione agli investitori e finalizzato a realizzare un controllo sulla congruenza ed uniformità nelle informazioni. La coerenza deve quindi essere perseguita avendo riguardo al complesso delle informazioni rese sia su base obbligatoria (prospetto informativo e rendicontazione periodica) sia su base volontaria (annunci pubblicitari/newsletter/siti Internet).

Al prospetto è, peraltro, legata tutta la regolamentazione in tema di annunci pubblicitari sui fondi. La CONSOB ha anche in questa materia perseguito con sistematicità gli obiettivi di chiarezza, non ingannevolezza e piena comparabilità dei messaggi promozionali. Particolare enfasi è stata attribuita ai criteri di esposizione delle performance dei fondi, valutati alla luce delle esperienze internazionali in tema di *advertising*.

La CONSOB ha per tal via precostituito uno strumento di deterrenza di comportamenti sleali da parte degli intermediari nei confronti del pubblico dei risparmiatori, dettando taluni criteri generali e specifici in materia di messaggi pubblicitari.

Il messaggio pubblicitario non si ritiene ingannevole se è strutturato in modo da non indurre in errore il pubblico degli investitori.

Conseguentemente, la non ingannevolezza deve essere valutata sia in relazione alle singole espressioni utilizzate (quali ad esempio i termini “garantisce” o “assicura” riferiti agli obiettivi di rendimento), sia con riferimento al messaggio pubblicitario nel suo complesso evitando, in particolare, di enfatizzare esclusivamente i benefici della proposta di investimento senza rivelare (sia pure sinteticamente) gli aspetti di rischio.

Un'altra importante regola è quella che consente l'utilizzo di affermazioni di preminenza solo se fondate su dati oggettivi e documentabili. Le affermazioni di preminenza (quali, ad esempio, “la più grande società di gestione”, “il miglior fondo”, “il prodotto più innovativo”, ...) devono essere quindi dimostrabili, ossia basate su dati oggettivamente scrutinabili.

La comparazione tra prodotti finanziari è ammissibile solo se vi è omogeneità sotto il profilo dei rischi (finanziario, creditizio, legale..). Così è posto il divieto di comparare per esempio un'obbligazione societaria c.d. *high yield* (alta cedola, ma basso merito creditizio) con un fondo comune obbligazionario di qualunque specie.

5.1 Criteri di esposizione dei rendimenti passati.

La letteratura economica ha in molteplici occasioni mostrato la potente valenza segnaletica dei rendimenti dei fondi nell'orientare i flussi di sottoscrizione¹². In tale ottica, la CONSOB ha dettato i criteri minimali per la rappresentazione delle performance dei fondi comuni negli annunci pubblicitari e nell'informativa volontaria al pubblico¹³:

- 1) i rendimenti conseguiti da un fondo possono essere pubblicizzati se riferiti ad un arco temporale minimo significativo, individuato nei 12 mesi decorsi alla fine del

12. Cfr. E.Sirri e P.Tufano (1992).

13. Cfr. Comunicazione Consob n. 13086 del 26 aprile 2001.

trimestre solare concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio;

- 2) in aggiunta occorre riportare il dato di rendimento medio annuo composto a le performance a 3 e a 5 anni.

E' ammessa sia la rappresentazione numerica sia quella grafica. La rappresentazione delle performance conseguite anche nel medio periodo consente di attenuare l'effetto segnalitico delle performance di breve periodo.

Altra regola importante è che le rappresentazioni siano riportate tutte con adeguata evidenza.

Non rari sono, infatti, i casi riscontrati di pubblicità in cui il dato di rendimento periodico più favorevole per l'intermediario è riportato con grande risalto grafico, mentre i dati più sfavorevoli con formati capaci di sfidare le capacità visive dell'uomo.

Questa attenzione della CONSOB al tema, che potrebbe sembrare eccessivamente prescrittiva, trae giustificazione dalla circostanza che il rendimento passato del fondo resta comunque il principale strumento di persuasione degli investitori della bontà del prodotto e del gestore. Nei momenti di mercato "*bullish*", le campagne pubblicitarie sono totalmente incentrate sulle performance gestionali e queste hanno come effetto quello di trascinare l'investitore sui prodotti più remunerativi e di minimizzare (quasi nullificare) il concetto di assunzione di rischio. E' come se per un'auto la sua velocità facesse premio sulla sua tenuta di strada.

Non vi è dubbio, tuttavia, che pratiche aggressive di commercializzazione dei prodotti-fondi da parte delle reti distributive fondate sulle valutazioni delle performance di breve siano suscettibili di produrre massicci spostamenti di liquidità tra fondi appartenenti a categorie di rischio differenti, costringendo il gestore ad effettuare frequenti investimenti e disinvestimenti in relazione agli afflussi per nuove sottoscrizioni e deflussi per rimborsi di quote, con perdite di efficienza gestionale a danno degli investitori.

Ma la soluzione da ricercarsi non è tanto quella di ridurre la trasparenza sulle performance, quanto di modificare la logica sottostante alla gestione del profilo di rischio dei clienti. Al riguardo, si ricorda che la CONSOB sta conducendo un progetto di *investor education* in tema di fondi comuni allo scopo di sensibilizzare i risparmiatori alla lettura del prospetto informativo (per la comprensione delle caratteristiche del prodotto non solo in termini di rischio, ma anche in termini di orizzonte temporale dell'investimento) e del rendiconto annuale della gestione (attualmente privo di riferimenti significativi alle strategie effettivamente poste in essere, così come richiederebbe il Provvedimento Banca d'Italia del dicembre 1999). Si intende pertanto focalizzare l'attenzione dell'investitore sul complesso delle informazioni promananti dalla società di gestione e non esclusivamente sulle performance.

Altra anomalia comunicativa tipica in tema è costituita dall'esposizione di rendimenti relativi ad aggregati di portafoglio disomogenei. Fattispecie che è espressamente vietata poiché ritenuta pregiudizievole del rispetto del principio di correttezza informativa. Anche l'eventuale adozione di criteri di ponderazione pregiudica il rispetto di tale principio, in quanto l'attenzione dell'investitore sarebbe catturata con performance non direttamente riferite al suo potenziale profilo di rischio-rendimento.

In particolare, è comune la prassi seguita da riviste a larga diffusione di stilare classifiche effettuando ponderazioni di risultati relativi a fondi appartenenti a differenti classi di rischio, al fine di misurare l'abilità gestoria complessiva di un intermediario. La classifica così ottenuta possiede una forte valenza segnaletica negativa: essa risulta ingannevole oltre a contrastare con gli *standards* internazionali per la presentazione delle performance.

Un ruolo non secondario nell'influenzare le scelte di investimento degli investitori è svolto dalle classifiche di

performance nel c.d. Torneo dei gestori¹⁴. Nella maggioranza dei casi, i *media* (soprattutto giornali e riviste non specializzati) presentano con assidua frequenza classifiche di rendimento con orizzonti temporali di breve periodo (tre mesi, sei mesi e talora l'anno). Questi dati non sono informativi: il servizio di gestione del risparmio deve essere valutato nel suo complesso come un'attività di gestione del rischio nell'ambito dell'orizzonte temporale tipicamente di medio-lungo periodo. L'enfasi sul rendimento (e in modo assai più incisivo sul posizionamento da classifica) tende ad alterare la comprensione delle caratteristiche del servizio gestionale; l'azione segnaletica sfrutta l'esistenza di illusioni cognitive negli investitori: se nel periodo successivo alla sottoscrizione di un fondo (effettuata sulla base della lettura di mere classifiche di performance) segue un altro periodo di "piazzamenti" positivi, l'investitore troverà conferma della correttezza delle proprie valutazioni nella selezione del gestore; se ciò non si realizzerà l'investitore riterrà comunque razionale dare un'altra *chance* ad un gestore che nel recente passato si è rivelato essere tra i più abili del mercato.

Anche con riguardo a questo tema, la CONSOB ha disciplinato le modalità di comparazione dei rendimenti dei fondi, consentendo agli intermediari la predisposizione di classifiche ai fini comparativi a condizione che sia garantita l'omogeneità del confronto sia ex-ante, attraverso la categoria di appartenenza, che ex-post mediante un indicatore di rendimento corretto per il rischio effettivo. Il periodo di osservazione deve essere pari a 12 mesi o suoi multipli.

14. Cfr. Brown, Harlow e Starks (1996); Nalebuff e Stiglitz (1983).

Conclusioni

Il tema della comunicazione tra intermediario e cliente è centrale nella regolamentazione dell'economia dei mercati finanziari. Nelle considerazioni suesposte, naturalmente sintetiche e generali, si è cercato di enfatizzare la necessità per le Autorità di vigilanza di settore di una continua azione di monitoraggio delle informazioni rese pubbliche da emittenti ed intermediari, ma anche di un'incessante e rigorosa attenzione educativa nei confronti degli investitori non di rado abbagliati dal desiderio di accrescimento rapido del capitale impiegato.

Bibliografia

Brown K.C., Harlow W.V. e Starks L.T., (1996) “Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry”, *Journal of Finance*, LI n.1.

Huberman G. e Kandel S., (1993), “On the Incentive for Money Managers. A Signalling Approach”, *European Economic Review*, 37, pag. 1065-1081.

Jennings R. W., Marsh H., Coffee J. C., Seligman J., “*Securities Regulation – Cases and Materials*” (Eighth Edition) (1998), University Casebook series, Foundation Press (New York).

Kihlstrom R.E., (1988), “Optimal Contracts for Security Analyst and Portfolio Managers”, *Studies in Banking and Finance*, 5, pag. 291-325.

Nalebuff B. e Stiglitz J., (1983), “Prizes and Incentives: Towards a general Theory of Compensation and Competition”, *Bell Journal of Economics*, 14, pag. 21-43.

Sirri E. e Tufano P. (1992), “The Demand for Mutual fund Services by Individual Investors”, Working Paper, Harvard University.

Alessandra IULIUCCI,
Direzione Consulenza legale e Segreteria generale, IntesaBci

L'informazione alla clientela di servizi di investimento nella prassi

1. Introduzione

Nel corso di questo intervento verranno analizzate le principali regole di condotta imposte agli intermediari nei rapporti con gli investitori, tenendo conto del loro diverso atteggiarsi in concreto:

- nelle varie fasi del rapporto con il cliente, e cioè: nella fase prenegoziale e nella fase di svolgimento del rapporto relativo alla prestazione del servizio di investimento, con l'effettuazione delle singole operazioni in strumenti finanziari;
- nonché in relazione alle tipologie di servizi di investimento ed accessori di maggiore rilevanza.

Verranno inoltre affrontate le principali problematiche che nella esperienza lavorativa quotidiana si è chiamati ad affrontare con maggiore frequenza.

Come noto, il Testo Unico della Finanza stabilisce che gli intermediari, nella prestazione dei servizi di investimento, devono attenersi a criteri di *“diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”*. Questi principi trovano poi la loro concretizzazione in una serie di obblighi più specifici stabiliti dallo stesso Testo Unico, ma più in particolare dalla normativa regolamentare.

2. Obblighi informativi nei rapporti tra intermediario e investitore

L'art. 21, comma 1, lett. b) del TUF prevede che l'intermediario debba :

1. assumere dall'investitore le informazioni "necessarie" ;
2. operare in modo che l'investitore sia "adeguatamente" informato.

La delibera Consob 11522/1998 precisa il contenuto dell'obbligo indicato al punto 1 imponendo all'intermediario di:

- chiedere all'investitore notizie sulla situazione finanziaria, esperienza in materia di investimenti in servizi finanziari, sugli obiettivi di investimento nonché sulla propensione al rischio;
- fare risultare dal contratto l'eventuale rifiuto del cliente di fornire le suddette informazioni.

Il corretto adempimento di tali obblighi informativi (che si rifanno alla regola di derivazione anglosassone sintetizzata nella formula "know your customer rule") risulta fondamentale per consentire all'intermediario di soddisfare al meglio le esigenze del proprio cliente.

Nella prassi, tuttavia, l'applicazione di tale regola risente spesso della necessità di standardizzare il più possibile i comportamenti di coloro che - nell'ambito della struttura organizzativa dell'intermediario - sono preposti al contatto con il pubblico; in particolare, quanto meno all'inizio del rapporto, ci si limita a chiedere al cliente di completare delle schede informative nelle quali il suo profilo finanziario viene descritto sulla base di schemi predefiniti e piuttosto sommari.

L'obbligo in parola tuttavia non può ritenersi così esaurito: infatti l'intermediario è tenuto in ogni caso ad approfondire la conoscenza delle caratteristiche del cliente aggiornando nel corso del rapporto il relativo profilo e tenendo conto di tutte le notizie raccolte in occasione delle diverse attività svolte nei confronti del cliente; utili in questo senso possono essere ad esempio le scelte di investimento effettuate dal cliente nel corso del rapporto con l'intermediario; le notizie acquisite in occasione della concessione di finanziamenti per vari scopi (si pensi ad esempio all'ipotesi in cui l'impresa abbia ottenuto la concessione di una linea di credito per l'attuazione di determinati progetti imprenditoriali).

Nel caso in cui il cliente abbia rifiutato di fornire informazioni sul suo profilo finanziario, va detto che da un lato tale circostanza può essere considerata come un elemento attenuante la responsabilità dell'intermediario nel caso in cui il cliente contesti l'adeguatezza degli investimenti dall'intermediario stesso consigliati; dall'altro, va sottolineato che il rifiuto del cliente non esime l'intermediario dal tenere conto delle informazioni in proprio possesso ed altrimenti acquisite sul suo conto nel momento in cui propone la singola operazione di investimento.

Va altresì accennato al fatto che nel caso di intermediari di grandi dimensioni la necessità di costruire un "curriculum" del cliente il più possibile aggiornato e completo rende fondamentale mettere a punto un "archivio" dati dal quale le varie strutture dell'intermediario – pur nel rispetto dei principi di separatezza organizzativa – possano attingere. In altre parole è necessario fare in modo che le diverse strutture dell'intermediario preposte al contatto con il cliente siano in grado di attingere indistintamente da una banca dati comune che riporti tutte le informazioni riguardanti un determinato cliente raccolte nel corso del tempo.

Questo problema si rende particolarmente attuale nel caso in cui l'intermediario abbia organizzato strutture divisionalizzate ed uno stesso investitore possa avere – per ragioni diverse - rapporti con l'intermediario attraverso più di una di tali divisioni.

Le informazioni acquisite e la conseguente personalizzazione del rapporto sono funzionali poi al rispetto del divieto a carico dell'intermediario di effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione (c.d. *suitability rule*).

Siffatto comportamento può anche rappresentare una manifestazione sintomatica del conflitto di interessi. Nel suddetto divieto va incluso quindi anche quello di effettuare operazioni con frequenza sproporzionata agli interessi del cliente o comunque di moltiplicare il numero delle operazioni senza suo vantaggio ed al solo fine di moltiplicare le commissioni, ovvero al solo fine di incrementare la 'distribuzione' di determinati strumenti finanziari (Cass. 15.1.2000 n.426, FI 2000,I, 1160).

Anche per quanto riguarda l'obbligo indicato sopra al punto 2) di operare in modo che l'investitore sia "adeguatamente" informato, la Delibera Consob n. 11522 ha precisato in particolare che l'intermediario:

- è tenuto a consegnare al cliente il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari;
- non può effettuare operazioni se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle operazioni consigliate, la cui conoscenza è necessaria al fine di effettuare consapevoli scelte di investimento e disinvestimento.

Il documento sui rischi generali, se in astratto potrebbe essere considerato come un valido strumento per rendere l'investitore edotto della rischiosità delle varie tipologie di investimenti in strumenti finanziari, nella pratica assume scarsa efficacia informativa nei confronti della clientela; di fatto la consegna di tale documento viene percepita dagli operatori come una formalità che deve essere adempiuta, ma senza che venga compresa da parte dell'operatore finanziario e dell'investitore quale sia l'importanza di una attenta lettura del documento.

Per quanto concerne l'adeguatezza delle informazioni fornite dall'intermediario, la materia è disciplinata nel TUF in modo sintetico rispetto al passato, in cui si contemplavano articolatamente gli obblighi informativi distinguendo tra la fase precedente, la fase dello svolgimento del rapporto e così via (art. 6 l. 1/1991). Emerge quindi la volontà di evitare l'eccessiva tipizzazione delle modalità informative, ponendo invece attenzione al criterio della "adeguatezza" e dunque alla necessaria flessibilità del flusso informativo in relazione alla tipologia del rapporto, alla tipologia più o meno sofisticata degli strumenti finanziari, nonché a seconda delle caratteristiche del cliente.

La crisi dei mercati finanziari che stiamo vivendo ha riproposto con forza l'importanza di un'informazione mirata e fornita con la massima perizia professionale da parte dell'intermediario. A tale riguardo, l'esperienza più recente ci ha fatto assistere:

- da un lato, a situazioni di forte deprezzamento di strumenti finanziari la cui alta rischiosità era nota; si pensi alle ipotesi di massiccio collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari, per lo più obbligazioni di Stato il cui rendimento era legato alla situazione finanziaria di Paesi a rischio (Russia, Argentina);
- dall'altro, ad eventi tanto disastrosi quanto inaspettati,

poiché riferiti a strumenti finanziari apparentemente a rischio limitato, essendo emessi da soggetti di grande affidabilità a livello internazionale (un esempio classico in tal senso è la Enron).

Qual è quindi il ruolo dell'intermediario di fronte a situazioni del genere sopra evidenziato? E più in generale come deve evolversi il comportamento dell'intermediario in momenti in cui la situazione economica generale si presenta instabile ed in evoluzione sempre più rapida?

Al riguardo va tenuto presente che l'intermediario si assume nei confronti del cliente una obbligazione di mezzi e non di risultato: in altre parole l'intermediario non è in grado di garantire il buon esito dell'investimento consigliato, tuttavia deve essere in grado di:

- assumere informazioni quanto più possibile complete ed aggiornate sugli strumenti finanziari offerti alla clientela;
- mettere a disposizione del cliente dei mezzi informativi che consentano a quest'ultimo di effettuare una scelta il più possibile consapevole.

Per tentare di raggiungere tale risultato si rende necessario:

- ridurre la standardizzazione delle informazioni fornite alla clientela, cercando di dare informazioni il più possibile mirate in ragione delle caratteristiche dello strumento finanziario consigliato, ed in ragione del grado di esperienza raggiunto dall'investitore;
- monitorare costantemente la situazione dei diversi strumenti finanziari e rendere più costante il flusso di informazioni nei confronti dei clienti; non si tratta quindi soltanto di fornire un'informativa adeguata al momento dell'effettuazione dell'operazione di investimento, ma

anche di mettere a disposizione del cliente un flusso di informazioni costante anche dopo l'effettuazione dell'operazione medesima.

In questa prospettiva va fatta altresì menzione della esigenza sempre più pressante di aggiornare le modalità con cui devono essere rese le informazioni al cliente tenendo conto delle nuove tipologie di prodotti finanziari.

In punto, è da notare come anche a livello normativo stia diventando sempre più importante l'adozione di nuovi provvedimenti che consentano di ampliare la categoria degli strumenti finanziari, estendendo l'applicazione della normativa vigente in tema di servizi di investimento anche ad altri prodotti di sempre maggiore diffusione ma che non sono tecnicamente compresi nella suddetta categoria. Ciò per evitare che gli investitori disposti ad investire in prodotti innovativi si trovino privi di una protezione e di rimedi adeguati.

Un esempio interessante in tale senso è dato dai c.d. "credit derivatives". Alcuni strumenti appartenenti a tale categoria sono costruiti tenendo conto dell'andamento di un parametro di riferimento che - invece di essere uno strumento finanziario, un indice di borsa, un tasso di interesse - è la qualità del rischio di credito (*creditworthiness*) relativo ad una società, oppure ad un gruppo di società (*reference entities*). Dal punto di vista giuridico, la struttura di questi prodotti è caratterizzata - semplificando - dal fatto che l'obbligazione dell'emittente di rimborsare il capitale e di remunerarlo secondo un certo interesse è condizionata risolutivamente al verificarsi del c.d. "credit event" ovvero l'insolvenza della società che costituisce la "reference entity".

Tale prodotto finanziario non rientra precisamente in nessuna delle tipologie di strumenti finanziari di cui al TUF, tuttavia assume delle caratteristiche per certi versi simili a quelle dei derivati finanziari. Nella prassi si è di fatto resa applicabile la normativa sui servizi di investimento anche a tale tipologia di prodotto, cercando di adattare le modalità di adempimento degli obblighi informativi alle peculiarità del prodotto medesimo.

3. Conflitto di interessi

Nel quadro delle informazioni dovute dall'intermediario al cliente assume un ruolo significativo l'informativa in tema di conflitto di interessi. L'art. 21 1° comma lett. c) del TUF prevede l'obbligo dei soggetti abilitati di *“organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, (agire) in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento”*.

La vigente disciplina del conflitto di interessi, a differenza della impostazione della legge 1/91, non impone delle modalità specifiche di separatezza organizzativa interna dell'impresa di investimento, ma si limita a stabilire che le modalità organizzative scelte devono essere tali da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi (si pensi alla tecnica delle c.d. *“chinese walls”*).

In corrispondenza con l'obbligo suddetto viene imposto un canone di comportamento che consiste nell'obbligo dell'intermediario di agire in modo trasparente ed assicurando un equo trattamento degli investitori.

Di nuovo la normativa regolamentare fornisce un contenuto più concreto ai suddetti canoni di comportamento, prevedendo:

- a. il divieto per l'intermediario di effettuare operazioni in conflitto di interessi se non dopo avere adeguatamente informato l'investitore della natura del conflitto, in modo da consentire la scelta consapevole del cliente (c.d. regola dell'*“abstain or disclose”*);
- b. che l'intermediario debba effettuare l'operazione solo previa autorizzazione del cliente.

Alla luce dell'esperienza maturata negli anni dall'introduzione di tale disciplina, ci si deve chiedere se l'impostazione ivi prescelta sia in grado di fornire al cliente una tutela efficace in relazione a situazioni di conflitto di interessi.

Va detto innanzitutto che nella prassi si è assistito negli ultimi anni ad un proliferare delle segnalazioni di conflitto di interessi; ciò anche in rapporto alle seguenti circostanze:

- nei grandi gruppi finanziari - sia per effetto delle massicce operazioni di ristrutturazione e di concentrazione, sia in relazione alla struttura polifunzionale dei gruppi medesimi – accade che la maggior parte delle operazioni in strumenti finanziari, ed in genere la prestazione di determinati servizi di investimento alla clientela, avvengano in situazione di conflitto di interessi;
- l'intermediario assume sempre un atteggiamento molto cautelativo nei confronti del cliente, tendendo a moltiplicare le segnalazioni di conflitto e le richieste di autorizzazioni da parte dei clienti di fronte all'esistenza di una mera concorrenza di interessi, per evitare eventuali contestazioni pretestuose dei clienti medesimi dopo l'effettuazione dell'operazione.

A questo proposito si pone il dubbio se il meccanismo utilizzato per neutralizzare il conflitto di interessi (in sostanza la c.d. regola dell'"*abstain or disclose*") sia applicabile solo alle operazioni che risultino di per sé pregiudizievoli (seguendo così un'interpretazione più conforme al principio civilistico di cui all'art. 1394 c.c.), oppure comunque anche in presenza di una mera concorrenza di interessi.

Quest'ultima sembra essere l'interpretazione più rispondente all'attuale quadro normativo; del resto conforme a tale tesi sembra essere la disciplina in tema di diffusione al

pubblico di studi e ricerche su emittenti quotati (che impone all'intermediario di riportare su tali studi e statistiche l'avvertenza circa l'esistenza di un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi indicandone le ragioni e l'estensione).

Dal punto di vista del cliente, si può ritenere che sia maggiormente utile, ai fini della scelta dell'investimento da effettuare, una segnalazione che riguardi solo le situazioni conflittuali dove vi sia effettivamente la possibile lesione dell'interesse del cliente.

Tuttavia si tratta di chiedersi se l'intermediario sia in grado di valutare a priori e quindi di segnalare correttamente soltanto le situazioni di conflitto di interessi suscettibili di essere fonte di pregiudizio per il cliente.

4. Valenza della figura dell'“operatore qualificato”

Come noto gli obblighi informativi di cui sopra possono essere derogati nel caso in cui l'intermediario preli il servizio di investimento nei confronti di soggetti rientranti nella categoria degli “operatori qualificati” di cui all'art. 31 della più volte citata Delibera 11522. A tale proposito va attirata l'attenzione sull'ipotesi in cui l'intermediario abbia a che fare con la società o l'ente che dichiara di appartenere alla suddetta categoria in quanto in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Nella prassi è importante stabilire che valore abbia tale dichiarazione per l'intermediario, e se il suo rilascio possa esimere l'intermediario da qualsiasi responsabilità in ordine agli investimenti consigliati.

L'orientamento a mio avviso più rispettoso dei principi generali posti alla base della disciplina in discorso è quello di ritenere che l'intermediario debba comunque effettuare una valutazione attenta del cliente a prescindere dalle formalità prescritte dalla normativa, non considerando il cliente come operatore qualificato (e quindi non sottoponendo al medesimo la relativa dichiarazione) quando le notizie in proprio possesso comunque facciano ritenere che lo stesso non ne abbia in concreto le caratteristiche. Infatti non deve essere trascurato il fatto che nella prestazione dei servizi di investimento il soggetto abilitato è tenuto ad un *facere* professionale che impone una condotta particolarmente prudente ed oculata, oltreché la particolare perizia richiesta dal tipo di attività esercitata.

In conformità con tale orientamento, gli schemi di dichiarazione da sottoporre al cliente sono redatti facendo in modo che il medesimo non si limiti ad attestare la sua “specificata competenza ed esperienza in materia di

investimenti in strumenti finanziari”, ma debba fornire elementi concreti dai quali si possa dedurre con un certo grado di affidabilità l’effettiva sussistenza della specifica competenza ed esperienza in materia finanziaria (ad esempio: la qualificazione professionale dei dipendenti preposti agli investimenti mobiliari, l’aver già effettuato investimenti sofisticati o caratterizzati da un certo livello di rischio, ecc.).

A tale proposito è interessante fare anche un breve cenno al disallineamento, e quindi allo spesso problematico coordinamento:

- da un lato, tra la normativa in tema di servizi di investimento, che vede la distinzione tra risparmiatore ed operatore qualificato, e la normativa in tema di tutela dei consumatori;
- dall’altro, tra la normativa in tema di servizi di investimento e quella in tema di “trasparenza bancaria”.

Quanto al primo punto, basti ricordare il caso del cliente persona fisica; si potrà verificare infatti l’ipotesi in cui lo stesso:

- in quanto soggetto consumatore abbia diritto alla particolare tutela prevista per tale categoria ai sensi dell’art. 1469 e ss. c.c.;
- tuttavia, non abbia diritto ad alcuna tutela per quanto riguarda la disciplina sui servizi di investimento, qualora - ai sensi dell’art. 31 Delibera Consob n. 11522/98 - possa considerarsi operatore qualificato.

Relativamente al secondo punto, sarebbe a mio avviso preferibile inserire nell’ambito della normativa in tema di servizi di investimento una specifica tutela, analoga a quella prevista dalle norme sulla “trasparenza bancaria”, per quanto riguarda lo *jus variandi* dell’intermediario.

5. Prestazione del servizio di consulenza

Recentemente il Sole 24 Ore ha pubblicato i risultati di una indagine statistica effettuata presso il pubblico dei risparmiatori volta a valutare il loro grado di soddisfazione rispetto agli investimenti effettuati. Da tale indagine emergeva tra l'altro che gli investitori attribuiscono notevole importanza ad una valida consulenza finanziaria – possibilmente indipendente - per effettuare scelte di investimento consapevoli ed informate.

Del resto è vero che negli ultimi anni l'offerta di servizi di consulenza finanziaria ha avuto notevole diffusione e si è sviluppata secondo strutture sempre più sofisticate.

Al riguardo va detto innanzitutto che il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari – secondo l'attuale orientamento della Consob – *“consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso...”* (cfr. Comunicazione Consob n. DI/7578 del 2.2.2000). In particolare tale attività è caratterizzata:

- da un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente ed il cliente;
- dalla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
- dalla inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare (c.d. onnicomprensività);
- dalla circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato.

Nella prassi, tuttavia, l'attività di consulenza così concepita viene in realtà prestata dagli intermediari finanziari

soltanto in casi residuali e per categorie di clientela con prospettive di investimento piuttosto sofisticate, che hanno per esempio l'esigenza di conoscere in modo approfondito e di seguire costantemente le tendenze di determinati mercati o di determinati settori industriali.

Più in generale, la consulenza fornita dagli intermediari finanziari è strumentale e prodromica alla prestazione dei servizi di investimento, ed in particolare del servizio di promozione e collocamento. Del resto, nell'attuale quadro normativo – che vede la consulenza quale attività accessoria alla prestazione dei servizi di investimento – ci si deve chiedere se abbia senso conservare una distinzione “ontologica” tra la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari intesa in senso proprio e la consulenza strumentale allo svolgimento del servizio di investimento.

Al di là di tale osservazione critica, è interessante notare la sempre più massiccia diffusione di forme di consulenza strumentale piuttosto evolute:

- una consulenza più generica non rivolta ad uno specifico investitore e non riguardante strumenti finanziari specifici, ma riguardante più in generale le tendenze del mercato finanziario;
- l'attività di “*financial planning*”. Tale attività trova il suo sviluppo in concomitanza con il sempre maggiore interesse verso l'utilizzo di internet per lo svolgimento dei vari servizi prestati dagli intermediari finanziari. Attraverso tale tecnica infatti viene in genere fornito al cliente un servizio personalizzato volto a:
 - definire il profilo finanziario del cliente in modo molto dettagliato (di fatto viene chiesto all'investitore di completare dei questionari con le notizie più disparate), con il conseguente inquadramento del cliente medesimo nell'ambito di categorie predefinite dall'intermediario;

- elaborare un progetto di asset allocation ottimale del patrimonio del cliente, solitamente da destinare alla sottoscrizione/acquisto esclusivamente di prodotti offerti dalle società del gruppo di appartenenza dell'intermediario.

Tale attività di consulenza c.d. strumentale è prestata pressoché sempre in una situazione di conflitto di interessi. Nonostante ciò, va peraltro sottolineato il fatto che attraverso di essa – solitamente espletata gratuitamente nei confronti della clientela – è possibile assicurare una maggiore personalizzazione del rapporto intermediario-cliente e quindi favorire delle scelte di investimento più mirate.

In tale ambito è interessante notare come il meccanismo utilizzato per lo svolgimento dell'attività di consulenza strumentale esercitata nelle forme appena illustrate può rivelarsi utile per garantire quantomeno la parità di trattamento tra i vari clienti [cfr. art. 21, 1° comma, lett. c) TUF], in quanto una volta definite le categorie di investitori sulla base di criteri oggettivi (il risultato degli appositi questionari) l'intermediario non potrà che fornire consigli identici a tutti i clienti appartenenti alla stessa categoria di investitori.

6. Risparmio gestito

Il settore in cui più incisivo è stato l'intervento della normativa primaria e secondaria è senza dubbio quello delle gestioni patrimoniali, il quale per l'ampia discrezionalità che ne caratterizza le modalità di svolgimento si presta più di altri a censure sotto il profilo dell'inosservanza delle regole di comportamento.

In effetti se l'investitore può entro certi limiti influire sulla rischiosità della linea di gestione prescelta, definendo contrattualmente i limiti entro i quali vanno operate le decisioni di investimento, tuttavia la rischiosità effettiva della linea di gestione prescelta dipende in larga misura dalle scelte di investimento/disinvestimento dell'intermediario.

Per tale motivo, il legislatore (in particolare a livello regolamentare) ha approntato una tutela più rigida a favore dell'investitore, imponendo al gestore:

- regole più stringenti circa il contenuto del contratto relativo alla prestazione di tale servizio; in particolare, la Delibera Consob n. 11522 ha individuato infatti il contenuto essenziale del contratto con l'investitore stabilendo gli elementi che obbligatoriamente devono essere disciplinati dalle parti per la precisa definizione delle caratteristiche della linea di gestione (tipologia di strumenti finanziari nei quali è possibile investire; tipologia di operazioni effettuabili; individuazione di un parametro di riferimento per verificare il rendimento della gestione in rapporto alle caratteristiche della gestione stessa ed ai relativi rischi; leva finanziaria; precisa definizione dei limiti entro i quali l'intermediario può investire in strumenti finanziari non quotati o per i quali abbia un interesse in conflitto con quello dell'investitore, ecc.);
- una più puntuale informazione al cliente per quanto riguarda l'andamento della gestione (stabilendo il

contenuto minimo dei rendiconti periodici, prevedendo l'obbligo di informare il cliente quando le perdite abbiano raggiunto il 30% del valore iniziale del patrimonio).

Ciò posto, quanto alla effettiva possibilità del cliente di influire sulle caratteristiche della linea di gestione sulla base delle proprie esigenze personali, nella prassi è normale la tendenza alla standardizzazione di dette linee di gestione. In realtà infatti il grado effettivo di personalizzazione delle modalità di gestione relativamente al singolo cliente è pressoché nullo, mentre l'interesse del singolo cliente finisce per essere riassorbito in quello standardizzato dell'insieme di clienti che hanno scelto la stessa linea di gestione. Peraltro la personalizzazione del servizio anche quando non è effettiva, conserva comunque una valenza nel corso del rapporto poiché il mutamento di atteggiamento o di situazione finanziaria del cliente (che ad esempio comunichi un mutamento del proprio orizzonte temporale, o impartisca delle istruzioni vincolanti ecc.) può rendere necessario un adeguamento del servizio concretamente svolto a suo favore dall'intermediario, pena la responsabilità per inadempimento di questi.

Gli aspetti sui quali tuttavia l'investitore – quantomeno l'investitore “non istituzionale” - non è di fatto in grado di incidere sono tipicamente:

- lo svolgimento del servizio da parte dell'intermediario in una situazione di conflitto di interessi; ciò avviene generalmente per le linee di gestioni che prevedono l'investimento in fondi comuni, dove il cliente è chiamato a rilasciare l'autorizzazione relativa al conflitto di interessi *una tantum* al momento della conclusione del contratto;
- il conferimento da parte del gestore della delega di gestione a terzi (appartenenti o meno al gruppo di riferimento). Anche in questo caso l'investitore, se sceglie di usufruire del servizio di gestione con un determinato

intermediario, non ha alcuna possibilità di decidere autonomamente se rilasciare o meno l'autorizzazione, in quanto il servizio di gestione non può di fatto svolgersi se non in regime di delega. L'imposizione di tale vincolo da parte dell'intermediario può ritenersi ammissibile nella misura in cui le scelte di gestione (tipicamente l'attività di *asset allocation* e di *stock picking*) rimangano effettivamente all'intermediario delegante, o quantomeno vi sia una stretta collaborazione tra delegato e delegante.

Restano prive di una specifica regolamentazione le ipotesi in cui l'intermediario gestore si serva della consulenza finanziaria di altro intermediario senza conferire allo stesso una vera e propria delega di gestione. In tale ipotesi formalmente il gestore non ha alcun obbligo di fornire una specifica informativa al cliente anche se comunque le scelte di gestione dell'intermediario che il cliente ha indicato come gestore del proprio patrimonio dipendono anche dalla diligenza e dalla perizia di un soggetto che il cliente non conosce.

**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. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Torino S.p.A.
Banca di Cividale S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca Credito Popolare S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca di Legnano
Banca Leonardo S.p.A.
Banca Lombarda S.p.A.
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 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 S.p.A.
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 Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca Regionale S. Angelo 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 Popolare di Verona e Novara
 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 2 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 Ferrara 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
 Credito Artigiano S.p.A.
 Credito Bergamasco S.p.A.
 Credito Emiliano S.p.A.
 Credito Italiano S.p.A.
 Credito Valtellinese
 Deutsche Bank S.p.A.
 Efibanca S.p.A.
 Euros S.p.A. - Cefor & Istinform Consulting
 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 Centrale S.p.A.

Mediocredito Fondiario Centro Italia S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Mediovenezie Banca S.p.A.
Meliorbanca Gallo & C. S.p.A.
Rasbank 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.
Centrofactoring S.p.A.
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. vaciogo, 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.
COLLEGIO SINDACALE E SISTEMA DEI CONTROLLI NEL DIRITO SOCIETARIO COMUNE E SPECIALE, a cura di G. Presti, Giuffrè, 2002.

Ciclostilati

IL MARKETING BANCARIO - 21/23 marzo 1974.

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

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

LA CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - 24 giugno 1975.

IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA - 1977.

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

ASPETTI TECNICI E GIURIDICI DELLE NEGOZIAZIONI DI BORSA - 1977.

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

ASPETTI GIURIDICI DELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO - 1977.

PROBLEMI DI DIRITTO SOCIETARIO - 1980.

QUADERNI PUBBLICATI

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

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

- N. 34 **«LA RIFORMA DEI TITOLI DI CREDITO IN SPAGNA»**
Evelio Verdera y Tuells - 9 novembre 1981
- N. 35 **«GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE SUL MERCATO MONETARIO»**
dott. Bruno Bianchi - 2 dicembre 1981
- N. 36 **«IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE UNGHERESE NELL'ECONOMIA E NELL'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO»**
dott. Tamas Bacsikai - 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 CONCORREN-
ZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO: VALUTAZIONI DI SINTESI»**
F. Cesarini, M.L. Di Battista, V. Conti, A. Patarnello, R. Locatelli - dicembre 1990
- N. 105 **«EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA
CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO»**
T. Bianchi, M. Nonni - gennaio 1991
- N. 106 **«I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL
FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
F. Cesarini, T. Bianchi, G. Trombi - aprile 1991
- N. 107 **«SVILUPPO DEI MERCATI E GESTIONE BANCARIA»**
L. Rondelli, M. Mauro, G. Vaciago - maggio 1991
- N. 108 **«I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL
FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
P.D. Gallo, P. Baratta, P. Gnes - giugno 1991
- N. 109 **«TRASPARENZA E COMPARABILITÀ DEL BILANCIO D'ESERCIZIO DELLE
AZIENDE DI CREDITO»**
P. Golia, A. Marchesi - novembre 1991
- N. 110 **«GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATIZZAZIONI»**
T. Bianchi - novembre 1991
- N. 111 **«IL SISTEMA INFORMATIVO DI MARKETING "MINIMALE"»**
A.A. Astolfi, G. Brioschi, F. Di Tizio, P. Rigamonti, A. Variati - novembre 1991
- N. 112 **«IL CREDITO DI ULTIMA ISTANZA»**
Carlo Azeglio Ciampi - febbraio 1992
- N. 113 **«PROSPETTIVE E SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI»**
P. Marchetti, B. Bianchi, U. Aletti, L. Rondelli, S. Lo Faso - aprile 1992
- N. 114 **«PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**
C. Salvatori, L. Arcuti, A. Molendi, G. Mazzarello, G. Ferretti, C. Tresoldi - aprile 1992

- N. 115 **«PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**
F. Cesarini, T. Bianchi, F. Passacantando, V. Conti - aprile 1992
- N. 116 **«L'ATTUALE SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI SOTTO IL PROFILO DELLE COMUNICAZIONI DELLA VIGILANZA 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 CREDITO»**
F. Gallo - gennaio 1994
- N. 124 **«PER UNA CREDIBILE INFORMAZIONE SOCIETARIA»**
ovvero: L'ETICA DELL'INFORMAZIONE AZIENDALE
T. Bianchi, E. Berlanda, R. Tronchetti Provera, A. Zappi - marzo 1994
- N. 125 **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE E LE PROSPETTIVE»**
M. Venturino - marzo 1994
- N. 126 **«IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEI MERCATI LOCALI»**
L. Gentilini, G. Testoni, M. Näef - maggio 1994
- N. 127 **«LA PRASSI DEI FIDI MULTIPLI E L'EVOLUZIONE DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA»**
P. Marullo Reedtz, A. Ceola, A. Geremia, C. Scarenzio - maggio 1994
- N. 128 **«COMPORAMENTI DELLE BANCHE, MODIFICHE ISTITUZIONALI ED EVOLUZIONI DEL MERCATO MOBILIARE»**
T. Bianchi, A. Ventura, E.G. Bruno, B. Bianchi, V. Desario - maggio 1994
- N. 129 **«ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI "RACCOLTA INDIRETTA" DELLE BANCHE»**
M. Oriani - maggio 1994
- N. 130 **«RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO NELLA GESTIONE BANCARIA»**
V. Conti, M. Silvani, G. Carosio - novembre 1994
- N. 131 **«PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE CONSOB - BANCA D'ITALIA»**
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994

- N. 132 **«LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI »**
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994
- N. 133 **«DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»**
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995
- N. 134 **«LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÀ BANCARIA»**
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995
- N. 135 **«LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»**
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995
- N. 136 **«REDDITIVITÀ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RITORNO 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. Hamai - 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
- N. 185 «LA CONCORRENZA NELL'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI: MERCATI, BANCHE E ALTRI OPERATORI»
T. Bianchi - F. Panetta - M. Calzolari - luglio 2001
- N. 186 «L'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI DA PARTE DI OPERATORI ESTERNI AL SETTORE BANCARIO»
A. Banfi - C. Passera - G. Cappelletti - luglio 2001
- N. 187 «LA NUOVA NORMATIVA INTERNAZIONALE SUI REQUISITI PATRIMONIALI»
G. Carosio - P. Marullo Reedtz - M. Venturino - luglio 2001
- N. 188 «VERSO UNA NUOVA BRETTON WOODS: UN PROGETTO PER USCIRE DALLA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE»
L. H. Larouche - settembre 2001
- N. 189 «L'IMPATTO DEL DIRITTO COMUNITARIO SULL'E-BANKING»
S. Scotti Camuzzi - ottobre 2001
- N. 190 «LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO E LE PROSPETTIVE DEI BILANCI BANCARI»
S. Rossi - G. Morcaldo - G. Vaciego - gennaio 2002
- N. 191 «REPUTAZIONE E DEONTOLOGIA PROFESSIONALE DELLE BANCHE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA NEL CONTESTO DELLA NEW ECONOMY»
C. Santini - B. Bianchi - A. Finocchiaro - febbraio 2002

- N. 192 **«GLI EFFETTI DELLE COMMISSIONI D'INCENTIVO
SULLE PERFORMANCE DEI FONDI COMUNI»**
E. J. Elton - M. J. Gruber - C. R. Blake - febbraio 2002
- N. 193 **«IL RISCHIO OPERATIVO»**
R. Locatelli - E. Magistretti - P. Scalerandi - G. Carosio - marzo 2002
- N. 194 **«LE CRISI FINANZIARIE INTERNAZIONALI: RISCHIO PAESE ED EFFETTI
SULLE BANCHE ITALIANE»**
M. Lossani - P. Marullo Reedtz - L. Benassi - giugno 2002
- N. 195 **“LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA
ITALIANA E INTERNAZIONALE”**
G. Morcaldo - S. Rossi - G. Vaciago - giugno 2002
- N. 196 **“CAPITALE E RISCHIO: RECENTI TENDENZE E PROSPETTIVE NELLA
PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE BANCHE ITALIANE”**
R. Masera - R. Maino - luglio 2002

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

Finito di stampare luglio 2002