

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



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

T. BIANCHI - F. M. FRASCA - M. FARONI - G. GORNO TEMPINI

## **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO DEI DERIVATI FINANZIARI”**

Intervento tenuto nell'ambito del seminario su:  
“Banche, mercati finanziari e imprese:  
il sentiero dello sviluppo e della competitività”  
S. Marco - Perugia, 19 marzo 2005

QUADERNO N. 222

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



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

T. BIANCHI - F. M. FRASCA - M. FARONI - G. GORNO TEMPINI

## **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO DEI DERIVATI FINANZIARI”**

Intervento tenuto nell'ambito del seminario su:  
“Banche, mercati finanziari e imprese:  
il sentiero dello sviluppo e della competitività”  
S. Marco - Perugia, 19 marzo 2005

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

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria  
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: [assbb@bpci.it](mailto:assbb@bpci.it)  
sito web: [assbb.it](http://assbb.it)

**Prof. Tancredi BIANCHI,**  
Presidente Onorario di AssBank

**1. Prime considerazioni sui prodotti derivati.** - Si qualifica come derivato uno strumento finanziario il cui valore è correlato con un altro.

Il ricorso ad un *derivative instrument* è suggerito allo scopo di pareggiare, o meglio di ridurre, le alee di prezzo di un “valore base”. Le prime applicazioni, come noto, risalgono, nei mercati finanziari e mobiliari, al ricorso al mercato “a termine”, come tecnica di *hedging*. La sofisticazione e l’innovazione finanziaria hanno di poi reso più complessi e articolati i prodotti derivati sempre mantenendo, tuttavia, per essi la caratteristica di essere, innanzi tutto, valori di “protezione”, i quali, in quanto tali, sottintendono un’attesa, una scommessa si potrebbe dire in linguaggio non rigoroso, di variazione di valore, che compensa una potenziale modificazione sfavorevole connessa con un altro negozio. In quanto aventi caratteristiche anche di attesa economica con possibile azzardo, i prodotti finanziari derivati possono sovente essere negoziati pure di per sé, e non per pareggiare, in tutto o in parte, un altro rischio con funzione di *hedge*.

Le imprese, in quanto operano per via di scambi, si sottopongono in modo sistematico a rischi di prezzo, ma ciò rientra nella natura stessa dell’attività praticata. È agevole capire che se annullassero ogni alea di prezzo, connessa con il *core business*, sopprimerebbero pure ogni speranza di lucro. Vi sono, non di meno, due campi di rischio non specifici dell’attività tipica principale di un’azienda di produzione per il mercato, di un’impresa non finanziaria come usa dire: le alee di saggio di interesse collegate con i finanziamenti; le alee di cambio connesse con scambi da regolare in moneta numeraria non di conto. La prudenza sovente consiglia di non aggiungere, a quelli propri di un’attività produttiva e mercantile, altri rischi collegati con l’instabilità dei mercati monetari, finan-

ziari e valutari. E per pareggiare tali pericoli delle imprese manifatturiere e commerciali, interviene, con l'offerta di prodotti derivati, l'intermediazione creditizia e finanziaria, per la quale, al contrario, l'oscillazione dei saggi d'interesse e dei rapporti di cambio rientra per natura, sia pure in varia proporzione da un intermediario a un altro, nel *core business*. Si concreterebbe così un trasferimento di rischi - monetari, finanziari e valutari - tra imprese dedite alla produzione e alla distribuzione di beni e di servizi e intermediari creditizi e finanziari; anche verso chi fa della speculazione sulle grandezze in discorso l'oggetto della propria impresa.

Ciò premesso, sembra di potere affermare che il ricorso a forme di protezione, negoziando prodotti derivati, si giustifichi se i pericoli per oscillazioni di valori delle grandezze monetarie, finanziarie e valutarie debbano reputarsi, per le imprese non finanziarie, probabili e reali e che di fatto possano avere conseguenze rilevanti sui risultati economici di gestione di quelle aziende, in rapporto agli obiettivi delle coordinazioni economiche tipiche del *core business* prescelto.

Secondo la mia personale opinione, la deduzione precedente riduce assai la rilevanza del riferimento alla nozione di "operatore qualificato" che si vorrebbe attribuire al cliente di un intermediario per gravare sul medesimo i rischi e le eventuali conseguenze dannose di un'operazione avente per oggetto prodotti finanziari derivati, se il ricorso a simile negozio sia a fini di protezione, o di "copertura" come usa dire.

Ognuno di noi avverte pericoli d'infortunio pilotando un'autovettura o usando un trasporto (per ferrovia, per acqua o con un aeromobile); così come di malattia non episodica, tale da potere essere costretto a un ricovero ospedaliero, congiunto anche con un intervento chirurgico; e, più in generale, ognuno è consapevole che la durata della vita è assolutamente indeterminata, e via elencando. La protezione per le conseguenze economiche, non per evitare il rischio in sé, è rappre-

sentata da una polizza assicurativa, ma chi vi ricorre non deve essere un operatore qualificato in assicurazioni.

Avere contezza di un rischio di cambio, può sollecitare a paraggiarne le possibili conseguenze economiche, richiedendo una protezione mediante un “derivato”; ma tale consapevolezza non fa divenire un imprenditore un operatore qualificato in prodotti finanziari derivati.

Il punto è, quindi, che vi sia un pericolo potenziale probabile, le cui conseguenze economiche, in caso si concreti, siano dannose in misura non marginale per l’economia della data impresa. Il prodotto di protezione, offerto da un intemediario, deve essere coerente con la natura del rischio.

## **2. I prodotti finanziari derivati a fini di “copertura”. -**

Non pare dubbio, come già accennato in precedenza, che le imprese non finanziarie siano esposte a rischi tipici di mercato, direttamente connessi con l’attività di produzione e di distribuzione e la cui contezza è al fondamento delle combinazioni produttive prescelte, e ad altre alee non caratteristiche, che se si ricollegano alle fluttuazioni del prezzo dei finanziamenti a titolo di debito o alle oscillazioni valutarie, per gli scambi regolati in moneta non di conto. Tale seconda classe di rischi può trascinare pericoli di non agevole apprezzamento, aggiuntivi a quelli dell’attività tipica, che appunto in quanto tali e con un grado di incertezza non prevedibile, potrebbero modificare la convenienza delle scelte di *core business*.

In un aspetto, i rischi per le fluttuazioni del prezzo dei finanziamenti e dei rapporti di valore tra le monete potrebbero essere percepiti come accresciuti, nei tempi recenti, per effetto dell’integrazione dei mercati e della globalizzazione economica e per la circostanza che viepiù le piccole e medie imprese sono presenti negli scambi internazionali. Sotto altro profilo, le alee di cui si tratta sono attuali nei processi di allo-

cazione del risparmio, sempre più diretti alla composizione di portafogli mobiliari con titoli aventi una pluralità di emittenti internazionali e denominati in più monete.

Si spiega così che gli intermediari creditizi e finanziari siano divenuti sempre più attenti a proporre alla propria clientela prodotti derivati, a fini di “copertura”. Se non che, gli strumenti finanziari di cui si tratta necessitano pure di un proprio continuo mercato, ossia di una persistenza di scambi. Conseguono l’esigenza anche di un insieme di negoziazioni di tipo speculativo, e non di sola “copertura”, per perseguire l’efficienza del mercato dei derivati. E come spesso accade, la speculazione non è solo rappresentata da operatori professionali, ma anche da altri “invitati”, non sempre consapevoli di negoziare “scommesse”.

A ogni modo non si può pensare che se le imprese condividono un’attesa di aumento dei saggi d’interesse e acquistano prodotti derivati per compensare tale eventualità, per esse sfavorevole, trovino sul mercato altrettante controparti la cui aspettativa è, invece, di trarre vantaggio da un aumento dei prezzi del credito. Solo la speculazione, intesa in un senso corretto, e non nell’accezione corrente nel linguaggio comune, può porre in equilibrio le difformi quantità offerte e domandate.

Le banche, intorno alla fine dell’ultimo decennio del secolo scorso, stimando non solo irreversibile ma accelerato il processo di globalizzazione economica, hanno creduto conveniente porsi in grado di offrire prodotti derivati alla clientela, nel convincimento che rischi di saggio di interesse e di cambio si diffondessero e nell’opinione, altresì, che al risparmio e agli investitori dovessero essere proposti prodotti tradizionali congiunti con altri “derivati”, al fine di rendere vantaggiosa la formazione di portafogli plurimonetari, nella denominazione dei valori componenti, e plurinazionali con emittenti sedenti in vari stati e aree geo-economiche. Con ciò

hanno anche promosso, per via mediata e spesso inopinata e non desiderata, anche il diffondersi di un'attività speculativa in prodotti finanziari derivati. L'intreccio tra obiettivi di protezione e fini speculativi, ossia di commercio di dati prodotti finanziari, diviene in tal modo più complesso, con costruzione di strumenti viepiù sofisticati.

**3. La difficile stima dell'intensità e della direzione di certi rischi monetari e valutari.** - Già si è detto che il costo di protezione contro certi rischi, previsti e possibili, può non giustificarsi rispetto agli oneri che potrebbero derivare a un dato soggetto per concretarsi delle alee in oggetto. Se la finanza d'azienda fosse bene organizzata, con posizioni finanziarie nette, a breve e a medio/lungo termine, relativamente equilibrate, con una bilancia valutaria interna non squilibrata eccessivamente su un versante, è ragionevole affermare che il costo di operazioni - di *swap* di interesse e di cambi - sarebbe in molti casi "ozioso" e dannoso.

Non di meno, il tema delle potenziali perdite della clientela bancaria su prodotti derivati è da qualche tempo all'onore delle cronache, soprattutto in Italia. Secondo dati pubblicati dal maggior quotidiano economico - *Il Sole-24 Ore* -, dichiarati come desunti da indagini svolte dalla banca centrale, dalla Consob e dall'Associazione Bancaria, i problemi di posizioni in perdita in derivati riguarderebbero alcune decine di migliaia di piccole e medie imprese, per un valore tra 4 e 5 miliardi di euro. Il che fa pensare a un errore generalizzato, e ripetuto, di previsione intorno a possibili variazioni di talune grandezze economiche.

Certo, è abbastanza agevole ragionare con il senno del poi, alquanto abbondante secondo un antico luogo comune, ma sta di fatto che l'errore cui si accenna riguarda, innanzi tutto, la previsione di un aumento diffuso dei saggi d'interesse, che già all'inizio del 2001 erano scesi a livelli storicamen-

te molto bassi per effetto di una congiuntura economica mondiale depressa e di una politica monetaria, soprattutto degli USA, accomodante e incline a irrorare i mercati di risorse liquide. Tale politica monetaria, negli Stati Uniti, si congiungeva con una politica fiscale tesa a ridurre la pressione tributaria, mentre in politica estera si concretavano forti tensioni internazionali, anche come conseguenza dell'attacco terroristico dell'11 settembre 2001 alle "torri gemelle" di New York.

Premesso che, ancora all'inizio del 2002, l'opinione condivisa fu quella che le spinte, monetarie e fiscali, avrebbero presto invertito la congiuntura interna statunitense, sorretta anche da altra spesa pubblica in disavanzo per la guerra al terrorismo, fu convincimento prevalente presso gli analisti finanziari che la FED avrebbe dovuto presto promuovere un aumento del costo del denaro per contrastare potenziali, ma giudicate probabili, pulsioni inflazionistiche. La BCE non avrebbe potuto operare in contrasto.

L'antica affermazione che nulla è più complesso delle previsioni, soprattutto se riguardano il futuro, trovò non di meno una conferma nel generalizzato errore degli analisti, per altro via via corretto con nuove previsioni. Non solo la ripresa americana si dimostrò più graduale del previsto, ma, per sostenerla, la FED fu indotta ad altre diminuzioni dei saggi ufficiali, fino ai livelli più bassi degli ultimi 40 anni. Solo nel secondo semestre del 2004 la politica monetaria statunitense si orientò verso un graduale aumento dei saggi base, che dovrebbe produrre effetti sulla complessiva curva dei rendimenti soprattutto a partire da secondo semestre 2005. In effetto, fino al momento in cui scriviamo (febbraio 2005) i rendimenti a medio/lungo termine non hanno ancora reagito all'innalzamento dei saggi a breve deciso dalla FED.

Il ricorso ai prodotti derivati, nel 2002 e negli anni seguenti, da parte delle piccole e medie imprese italiane, per pareggiare, in tutto e in parte, un innalzamento del costo del denaro,

si è dimostrato costoso, e alla fine dannoso, anche a motivo del fatto che la congiuntura economica europea non indica tuttora una vigorosa ripresa. Se i dati pubblicati dalla stampa economica sono corretti, la generalità delle piccole e medie imprese, che ha fatto ricorso alla protezione del rischio di saggio l'interesse mediante prodotti derivati, rileva perdite extra gestione.

La questione che divide i commentatori è se l'errore in commento, di previsione e di scelta, sia collegato solo con le valutazioni delle imprese non finanziarie o non sia stato accresciuto da sollecitazioni provenienti dalle banche, desiderose di essere presenti sul mercato dei prodotti derivati. La risposta è quanto mai incerta; come sovente accade concorrono ai fatti molteplici circostanze. Ciò che può sorprendere, non di meno, è la valutazione del pericolo effettivo, conseguente di un innalzamento dei saggi di interesse. Ben vero che le piccole e medie imprese italiane sono ampiamente finanziate con credito bancario, ma è anche fondata la considerazione che i movimenti del costo del denaro non siano quasi mai variazioni a sé stanti, e che invece si congiungano con altre concernenti materie prime, prodotti, beni e servizi. In sintesi, si ha l'impressione che la prevista e temuta crescita dei saggi di interesse sia stata sovrastimata negli effetti e nelle ripercussioni sull'economia delle aziende finanziate, e non sufficientemente collegata con considerazioni, che pure avrebbero giustificato variazioni nel livello del costo del credito.

La situazione in atto al presente è non di meno ancor più complessa. Per compensare, *ex post*, l'errore del ricorso agli strumenti derivati, chiarito sopra, imprese sovvenute e banche hanno spesso creduto conveniente il ricorso ad altri prodotti derivati più complessi, integrando in tal modo un'operazione di *hedging* con un'altra di speculazione, prossima alla scommessa. Sempre secondo commenti di stampa, che riferiscono di contestazioni in atto tra clientela e banche, le perdite per i clienti si sarebbero alla fine accresciute, giacché in ogni caso risultò infondata l'ipotesi di un aumento dei saggi d'interesse.

È risultata, invece, maggiormente ragionevole la previsione di un apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. Il ricorso ai derivati per attenuare i pericoli di un tale movimento dei cambi si è, quindi, dimostrato più conveniente.

In conclusione, il ricorso a strumenti finanziari di protezione, come per analogia a forme di assicurazione deve essere coerente con l'intensità del danno che potrebbe derivare da un rischio, e non è sufficiente prevedere l'evoluzione di tale ultimo.

**4. Gli strumenti finanziari derivati nell'economia della banca.** - L'offerta alla clientela di prodotti derivati comporta, in un primo aspetto, che le conseguenze dannose di taluni pericoli potenziali siano trasferite dal cliente alla banca. La quale, a sua volta, potrà proteggersi con una contro-operazione, o con altre scelte, nei confronti di una nuova controparte.

Ad evidenza, il numero e la consistenza delle negoziazioni in derivati dovrebbero raggiungere una "massa critica" per giustificare una organizzata partecipazione della data banca al mercato degli strumenti finanziari di cui si tratta. Nell'alternativa, il servizio offerto alla cliente non sarebbe, ragionevolmente, fonte adeguata di ricavi, nè particolarmente competitivo.

L'integrazione monetaria e finanziaria e la globalizzazione economica giustificano certo vasti mercati di scambio di prodotti derivati; non autorizzano a credere che ogni intermediario creditizio e finanziario debba sistematicamente operare in tale campo. Prima di concretare un nucleo organizzativo - dedicato all'analisi dei prodotti di cui si tratta, all' "aggiustamento" dei medesimi rispetto alle esigenze del dato cliente, al calcolo del corretto *pricing* da prospettare alle controparti e così via occorrerebbe la valutazione attenta delle effettive occorrenze, presenti e potenziali, della clientela, affinché l'e-

sistenza di un centro di profitto e di costo, di una “fabbrica”, come con linguaggio figurato usa dire, non sospinga a sollecitare, anche solo per via mediata, la clientela a negoziare gli strumenti finanziari in esame. Il passo dalla protezione alla speculazione potrebbe allora essere breve.

Valori mobiliari, cambi, strumenti derivati, gestione collettiva e individuale del risparmio (*c.d. private banking di massa*), e via elencando, non possono, con convenienza, essere campi di azione di tutti gli intermediari. La competizione non richiede che ogni operatore sia *bon a tout faire*.

L'affermazione che l'attività in strumenti derivati: debba essere coerente con le occorrenze, concretamente manifestate e non sospinte in eccesso, della clientela; debba essere orientata a compensare rischi e non a speculare; non debba essere sofisticata oltre misura; non sembri, al lettore riduttiva. La speculazione pura - ossia il commercio sistematico, in sé e per sé, di prodotti finanziari derivati - è altissimamente rischiosa; richiede abilità professionali specifiche, non comuni, e patrimoni ingenti. Oltre a investigazioni particolari sulle variazioni probabili delle quantità e delle grandezze economiche con cui gli strumenti derivati sono correlati.

**5. Conclusioni** - L'offerta di prodotti finanziari derivati - come strumenti atti a compensare, in tutto o in parte, gli oneri che potrebbero conseguire dai movimenti e dalle variazioni di grandezze e di quantità economiche - deve essere coerente con le seguenti condizioni:

- quei movimenti e quelle variazioni non riguardano le quantità e le grandezze economiche tipiche delle coordinazioni di gestione della data impresa, ma potrebbero tradursi in un turbamento dei risultati dei programmi operativi;
- il pericolo di danno o di turbativa di quei movimenti e di quelle variazioni giustifica un costo per proteggersi dalle conseguenze potenziali;

- la probabilità che il pericolo temuto si concreti dev'essere coerente con il prezzo della protezione;
- è attentamente valutata la possibile correlazione empirica, diretta o inversa, tra movimenti e variazioni temuti in quantità economiche non tipiche del *core business* di una data impresa e mutamenti nelle grandezze tipiche della gestione della stessa.

Le considerazioni esposte nei paragrafi precedenti portano a concludere che l'offerta di prodotti derivati debba essere quanto mai articolata, suscettibile di adattarsi come coerente e compatibile con le effettive esigenze della clientela, monitorata con il mutare delle previsioni di variazione di date quantità economiche.

L'offerta indifferenziata, come prezzo, di strumenti derivati anche semplici, come gli *swaps* di interessi e di cambi, va in ogni caso resa coerente con il grado di protezione conveniente per il cliente, valutata la probabilità che si concreti il pericolo temuto.

La copertura di un'alea può anche dimostrarsi, a posteriori, come un prezzo pagato per un danno non verificatosi: quel prezzo si giustifica in quanto possa, anche *ex post*, qualificarsi come economico!

La congiunzione di prodotti e di strumenti derivati con l'attività di *asset management* dovrebbe soprattutto proteggere da possibili alee di cambio, data la moneta di conto del cliente e la formazione, invece, di portafogli con valori denominati in più monete.

Quando l'oggetto della proposta al cliente sia una scommessa collegata con un indice o con un prodotto derivato, con predeterminazione della perdita massima che potrebbe gravare sul cliente medesimo, si è nel campo di investimenti speculativi, ad alto rischio, mascherato spesso dalla garanzia del-

l'ammontare della perdita massima. L'intermediario in contropartita sta anch'esso speculando ad alto rischio.

Occorre ammettere che l'attività in derivati è per natura complessa e specialistica; non dovrebbe essere concessa a intermediari che non possono dimostrare di avvalersi di significative abilità e capacità professionali dei propri collaboratori e di disporre di un'organizzazione *ad hoc*, talvolta pericolosa se di dimensioni non coerenti con le effettive esigenze di protezione della clientela.

L'integrazione dei mercati e la globalizzazione economica possono trascinare imprese e risparmiatori verso gestioni plurimonетarie, con più frequenti rischi in ordine ai movimenti dei saggi di interesse e dei cambi, che tuttavia possono trovare compensazione con accorte scelte di contrapposizione tra attivi e passivi dominanti in una data valuta.

Gli strumenti derivati, per la complessità che li distingue, possono accrescere le situazioni di asimmetria informativa, e quindi di potenziale contenzioso, tra chi li programma, chi li distribuisce e la contropartita finale.

**Dott. Francesco Maria FRASCA,**

Direttore Centrale per la Vigilanza Creditizia e Finanziaria della Banca d'Italia

## **L'attività in strumenti derivati dalle banche italiane**

### **1. Premessa**

Dalla metà degli anni settanta i mercati e le istituzioni finanziarie dei principali paesi hanno subito una rapida evoluzione. Lo sviluppo è proceduto di pari passo con l'innovazione tecnologica e finanziaria, che ha favorito la nascita di una molteplicità di prodotti, anche complessi, in grado di soddisfare le diverse esigenze degli operatori.

Mercati finanziari ben funzionanti costituiscono una infrastruttura essenziale per la formazione del risparmio e la sua destinazione in impieghi produttivi.

I derivati rendono i mercati più completi e concorrono a elevarne il livello di efficienza: consentono di trasferire rischi a soggetti in grado di gestirli meglio, riducono i costi di transazione e contribuiscono a incorporare più prontamente nei corsi dei titoli e delle valute le informazioni circa l'andamento dell'economia.

Attraverso l'ampliamento dei margini di flessibilità nella gestione delle attività e delle passività finanziarie si accresce la partecipazione degli operatori e i mercati vengono resi più spessi e liquidi.

L'utilizzo dei derivati non è tuttavia esente da rischi; se non adeguatamente valutati, essi possono generare situazioni critiche per intermediari e per investitori. Le Autorità seguono attentamente il fenomeno per prevenire l'insorgere di situazioni di instabilità.

## 2. Caratteristiche generali e profili di rischio

### 2.1 I derivati finanziari

Gli strumenti derivati sono attività finanziarie il cui valore deriva da un fattore sottostante, sia esso tasso di interesse, di cambio, indice azionario, prezzo di un bene, ecc.

I contratti derivati esistono da secoli; il loro mercato è cresciuto negli anni settanta in presenza di particolari condizioni economiche e per i progressi compiuti dalla teoria finanziaria nella definizione del prezzo dei derivati stessi.

Il repentino aumento della volatilità dei tassi di interesse e di cambio ha indotto imprese e investitori a coprirsi dai rischi che tale fenomeno comporta. La deregolamentazione di alcuni settori industriali e lo sviluppo del commercio e della finanza hanno inoltre fatto aumentare la domanda di strumenti per la gestione dei relativi rischi finanziari.

Un impulso determinante alla crescita del mercato di questi prodotti è stato fornito dall'innovazione finanziaria. Grazie ai contributi di Black e Scholes (1973) e di Merton (1973) è ora possibile valutare gli strumenti finanziari; alla base di queste valutazioni vi è l'assunto del "non arbitraggio": il prezzo di un titolo derivato deve essere identico a quello del portafoglio di strumenti elementari che consente di replicarne il *payoff* alla scadenza.

Gli operatori presenti nei mercati possono essere classificati come *hedgers*, speculatori o arbitraggisti.

Gli *hedgers* sono interessati a ridurre il rischio al quale sono esposti per effetto di movimenti sfavorevoli dei prezzi di una attività; gli *speculatori* assumono posizioni sul mercato, scommettendo sugli andamenti futuri del prezzo di una attività. I derivati consentono loro di operare con una leva finanziaria molto elevata. Gli *arbitraggisti* traggono vantaggio da

discrepanze dei prezzi sui diversi mercati: la loro azione è diretta a bloccare un profitto privo di rischio entrando simultaneamente in transazioni che riguardano due o più mercati.

*Hedgers*, speculatori, arbitraggisti concorrono ad accrescere la liquidità del mercato e a favorire la convergenza dei prezzi verso valori di equilibrio.

Rilevare l'ammontare dei derivati è complesso dato che le transazioni avvengono, in larga misura, in mercati non regolati, non accentrati, i cosiddetti mercati *over-the-counter* (OTC), dove alle parti non è chiesta la rendicontazione delle transazioni. Tuttavia, la negoziazione dei derivati, anche OTC, coinvolge di norma banche e altre istituzioni finanziarie - imprese di assicurazione, fondi di investimento - che hanno obblighi di reporting.

Per acquisire informazioni su finalità e dimensioni del fenomeno, istituzioni finanziarie e Autorità di vigilanza hanno promosso varie iniziative.

La Banca dei regolamenti internazionali dal 1988 conduce la più completa indagine su questo comparto, interessando i principali *dealer* del settore, effettuando un oneroso lavoro di eliminazione delle duplicazioni dei contratti.

La Federal Reserve svolge periodicamente indagini in materia; lo scorso anno la Banca centrale europea ha condotto uno studio sulle tecniche di trasferimento del rischio di credito.

Numerose Autorità di Vigilanza, e tra esse la Banca d'Italia, richiedono alle banche di includere nell'informativa periodica notizie sull'attività in derivati.

Anche associazioni di operatori del settore raccolgono utili informazioni; ad esempio, la British Bankers Association effettua periodicamente indagini presso i 30 principali *dealer*

in derivati di credito, su. L'ISDA, l'associazione internazionale che riunisce i maggiori operatori in titoli e derivati, conduce rilevazioni in modo sistematico.

Oggi la situazione del settore è illustrata in misura sufficiente.

Il mercato dei derivati è essenzialmente interbancario, tuttavia, è rilevante il numero di imprese che fanno ricorso ai derivati. Secondo una indagine del 2004, su circa 7.000 imprese non finanziarie di 48 paesi risulta che il 60 per cento di esse utilizza strumenti derivati, prevalentemente al fine di coprire i rischi direttamente connessi con l'attività svolta, mentre è trascurabile la finalità speculativa.

In base ai dati raccolti dalla Banca dei regolamenti internazionali, a giugno del 2004 le imprese detenevano derivati su cambi per un valore nozionale superiore a 6 mila miliardi di dollari, pari a circa il 20 per cento del totale dei derivati su cambi. Valori ancora più elevati si registrano per i derivati su interessi, anche se la percentuale è andata diminuendo tra il 1995 e il 2004, in quanto gli altri operatori hanno incrementato in maggior misura il ricorso a questa categoria di derivati.

### *2.2 I derivati su crediti*

Nell'ambito della ricerca di strumenti per la gestione del rischio di credito, un ruolo importante vanno assumendo i derivati di credito.

Sono strumenti che consentono di separare, valutare e trasferire il rischio di credito incorporato in una attività finanziaria, indipendentemente dalle sue specifiche caratteristiche (obbligazioni, prestiti, mutui). In tal modo viene favorita una gestione dinamica delle esposizioni creditizie.

In particolare, chi acquista protezione attenua gli effetti di una eccessiva concentrazione del portafoglio; chi vende protezione si prefigge di modificare la composizione dei rischi,

assumendo esposizioni su mercati altrimenti difficilmente accessibili.

Il ricorso a tali strumenti aumenta la liquidità del mercato del credito, riduce i costi di transazione, elimina le inefficienze correlate con le barriere regolamentari, amplia le modalità di gestione dei portafogli, fornendo alle banche un incentivo a migliorare i sistemi di gestione dei rischi.

Della diffusione dei derivati su crediti possono indirettamente beneficiare le stesse imprese prenditrici di fondi; le maggiori possibilità di trasferimento del rischio di credito, infatti, consentono alle imprese l'accesso a una più ampia platea di potenziali finanziatori.

### **3. Dimensione del fenomeno**

#### *3.1 Dati sull'operatività internazionale e italiana*

Sulla base delle statistiche diffuse dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI), nel periodo giugno 2000 – giugno 2004, la consistenza [in valore nozionale] delle operazioni in derivati negoziate sui principali mercati internazionali è cresciuta in modo costante, passando da 94.000 a 220.000 miliardi di dollari, di cui 200.000 nei Paesi del Gruppo dei 10, valore pari a 7,3 volte il PIL complessivo di questi paesi.

La componente più dinamica è costituita dai derivati sui tassi di interesse, il cui valore nozionale è più che triplicato nello stesso periodo, raggiungendo 165.000 miliardi di dollari. Il 77 per cento è costituito da *swaps*; la restante quota è rappresentata da opzioni (15 per cento) e *forward rate agreements* (8 per cento).

Sempre a giugno del 2004 i derivati su tassi di cambio e quelli su azioni ammontavano rispettivamente a 27.000 e 5.000 miliardi di dollari.

Parallelamente è cresciuto anche il valore di mercato dei contratti derivati, complessivamente pari, sempre con riferimento allo scorso giugno, a circa 6.400 miliardi di dollari.

Dati gli elevati requisiti professionali e organizzativi resi necessari dalla complessità delle operazioni, le transazioni si concentrano in un ristretto numero di operatori. Secondo un rapporto dell'Office of the Comptroller of the Currency relativo a 2004, negli Stati Uniti circa il 90 per cento dell'attività in derivati è riconducibile ai primi 7 gruppi bancari.

Anche per quanto concerne i derivati di credito, l'attività fa capo a pochi grandi operatori.

Secondo l'indagine triennale della BRI l'ammontare delle negoziazioni (valori nozionali) sul mercato mondiale aveva raggiunto a giugno dello scorso anno i 4.500 miliardi di dollari.

La British Bankers Association nella citata rilevazione conferma in larga misura il volume indicato dalla BRI e stima che il valore nozionale raggiungerà gli 8.000 miliardi di dollari alla fine del 2006. Il mercato europeo (escludendo la piazza di Londra) rappresenta una frazione modesta, pari al 6 per cento circa, del mercato mondiale.

L'indagine mette in evidenza che banche, imprese di assicurazione e società di investimento mobiliare costituiscono i principali partecipanti al mercato. È andato crescendo il ruolo degli *hedge funds*, sia come acquirenti sia come venditori di protezione: alla fine del 2003 la loro quota di mercato era pari al 15 per cento. La quota delle banche è rimasta stabile (51 per cento come compratori di protezione e 38 come venditori).

Tra i prodotti, il contratto più diffuso è il *credit default swap*, che copre oltre il 50 per cento del mercato (contro il 45 per cento nel 2001); nello stesso periodo la quota dei CDOs (*collateralised debt obligations*) è diminuita dal 22 al 16 per

cento e sono andati diffondendosi i derivati su indici.

In **Italia** la recente dinamica del mercato dei derivati è stata superiore a quella registrata nella media degli altri principali paesi.

Sulla base delle segnalazioni inviate alla Banca d'Italia, il valore nozionale complessivo dei contratti negoziati dalle banche, dopo aver raggiunto un picco di 7.200 miliardi di euro a marzo del 2004, a settembre scorso era pari a circa 6.400 miliardi di euro (8.300 miliardi di dollari).

Il valore intrinseco dei contratti derivati in essere a settembre 2004 era pari a 86,5 miliardi di euro. Del totale dei derivati negoziati dalle banche italiane, il 69 per cento viene scambiato sul mercato internazionale, il 31 con controparti residenti.

L'operatività in derivati, come negli altri paesi, è concentrata in un numero ridotto di intermediari: ai primi 3 gruppi bancari fa capo circa il 70 per cento dei derivati del sistema bancario italiano.

Per quanto concerne i derivati di credito stipulati dalle banche, il valore nozionale a settembre 2004 era pari a 96 miliardi di euro; le negoziazioni poste in essere con controparti residenti rappresentano una componente minoritaria e lo strumento utilizzato in via quasi esclusiva è rappresentato dai *credit default swaps*. Il mercato è ancora più concentrato di quello dei derivati finanziari: circa l'88 per cento è riconducibile a 3 gruppi bancari.

Le controparti dei contratti sono rappresentate per circa due terzi da banche e intermediari finanziari.

### *3.2 L'operatività delle banche italiane: strumenti e strategie* Strumenti

Il mercato italiano dei derivati finanziari non si discosta significativamente da quelli internazionali quanto a strumenti trattati.

Dalle segnalazioni di vigilanza si rileva che gli *interest rate swap* sono lo strumento più diffuso (68 per cento del totale); su tale strumento si concentra l'attività di *market making*, per le sue caratteristiche di fungibilità nel costruire strategie di copertura e di trading.

Le opzioni costituiscono circa il 17 per cento del totale dei derivati; si tratta soprattutto di opzioni di “prima generazione”, che presentano minori complessità di valutazione e di misurazione del rischio. Le opzioni di “seconda generazione” (opzioni asiatiche, con barriera, *swaption*, ecc.) rappresentano una parte molto contenuta e sono negoziate da un numero ristretto di intermediari.

L'evidenza statistica e le analisi svolte dalla Vigilanza indicano che le banche di norma assumono rischi contenuti. Esse fissano limiti stringenti all'operatività in opzioni, in particolare per quelle “di seconda generazione”, non consentendo l'assunzione di posizioni di rischio di rilievo; gli acquisti e le vendite sono infatti in massima parte bilanciati.

A livello di sistema, a settembre 2004, gli acquisiti di opzioni asiatiche eccedevano le vendite per un ammontare pari a circa 3 miliardi di euro (lo stock di opzioni asiatiche acquistate è di 25 miliardi di euro), mentre gli acquisiti e le vendite di opzioni con barriera si bilanciavano (lo stock di opzioni della specie è pari a 23 miliardi di euro).

Una piccola percentuale del mercato dei derivati è infine riconducibile anche a prodotti molto innovativi – quali gli *swap inflation-linked*, gli *swap* di correlazione e di volatilità, i *quanto swap*, ecc. – che non sono individualmente censiti nelle statistiche della Banca d'Italia. La Vigilanza, tuttavia, conduce presso le banche specializzate nell'operatività in tali strumenti alcune rilevazioni per stabilire il grado di rischiosità delle posizioni e la capacità delle banche stesse di valutare correttamente tali strumenti.

## Le strategie

La maggior parte delle banche italiane svolge una contenuta attività di negoziazione in strumenti derivati.

Solo un numero ridotto di banche – di grande dimensione o con elevata specializzazione – opera su tutta la gamma dei prodotti, con l’assunzione di significative posizioni di trading. Il nucleo principale di tale attività trova alimento nell’intermediazione per conto di altre banche, imprese, investitori istituzionali.

Negli ultimi anni l’attività di intermediazione ha avuto per oggetto in misura crescente prodotti finanziari innovativi - titoli associati a strumenti o strutture complesse di più strumenti derivati - al fine di soddisfare la domanda della clientela *corporate* e istituzionale.

La crescita di questo tipo di richiesta è dovuta, oltre che all’esigenza di copertura da rischi finanziari, alla ricerca di strumenti di investimento con rendimenti più elevati.

Questa tendenza si riscontra anche in altri paesi. Una indagine della Bank of England, i cui risultati sono stati pubblicati lo scorso anno, ha messo in evidenza, in primo luogo, che la domanda degli operatori non finanziari ha un ruolo determinante nello sviluppo dei prodotti maggiormente innovativi e che questi strumenti sono richiesti non solo da investitori istituzionali, ma anche da clientela privata.

Per le banche italiane specializzate nel comparto dei derivati, l’offerta di questi strumenti implica una complessa attività di gestione dei rischi. In genere, il rischio viene coperto, facendo ricorso ai mercati *over-the-counter*; per i prodotti più complessi, le coperture vengono ottenute anche negoziando gli strumenti elementari che li compongono.

La copertura dei rischi non è totale: una parte delle posizioni generate dall’attività di intermediazione viene gestita in

modo dinamico in una logica di trading, per trarre beneficio da andamenti attesi delle variabili di mercato.

Il rischio per i prodotti innovativi è costituito dallo scarso sviluppo dei mercati di riferimento, che non consente una gestione facile delle posizioni assunte.

Per il sistema bancario nel suo complesso, l'attività in derivati presenta una ridotta esposizione ai rischi di mercato, trattandosi essenzialmente di intermediazione.

Il totale dei requisiti relativi ai rischi di mercato, calcolati su base consolidata, è risultato a giugno scorso pari al 5,7 per cento del patrimonio di vigilanza, in aumento di 0,3 punti rispetto a dicembre 2003, ma ancora inferiore al livello di un anno prima (5,9).

L'andamento è analogo per tutte le categorie dimensionali di banche. La percentuale è di gran lunga inferiore a quella riferita al rischio di credito (circa il 66 per cento del patrimonio di sistema).

#### **4. L'operatività in derivati con controparti private**

Come già indicato, anche le imprese non finanziarie fanno ampiamente ricorso agli strumenti derivati, per contrastare gli effetti di variazioni dei prezzi delle merci, dei tassi di cambio, dei tassi di interesse.

Dalla già citata indagine relativa a 7.000 imprese non finanziarie<sup>1</sup>, risulta che i derivati vengono utilizzati soprattutto per coprire il rischio di cambio (44 per cento) e quello di tasso di interesse (33 per cento); più contenuto (10 per cento)

---

<sup>1</sup> Bartram S.M., Brown G.W., Fehle F.R. "International evidence on financial derivatives usage" Febbraio 2004.

è l'utilizzo dei derivati per fronteggiare il rischio di oscillazione dei prezzi delle materie prime.

Per quanto riguarda la tipologia dei derivati, si registrano marcate differenze. Per le oscillazioni del cambio le imprese fanno ricorso prevalentemente a contratti *forwards* (35 per cento delle imprese) e in misura ridotta a *swaps* (11 per cento); per le variazioni dei tassi, gli *swaps* sono lo strumento più utilizzato (29 per cento delle imprese), mentre i *forwards* sono trascurabili (1 per cento).

La finalità non speculativa emerge chiaramente dall'indagine. Per le imprese che usano i derivati sui cambi una larga parte dell'attività, delle vendite e dei redditi è svolta o originata all'estero; le imprese che fanno ricorso a derivati di tasso di interesse presentano un elevato rapporto indebitamento – capitale.

Con riferimento all'Italia, dallo studio si ricava che il 59 per cento delle aziende esaminate fa ricorso a derivati, contro il 64 per cento delle imprese statunitensi e il 61 per cento di quelle europee. Il 30 per cento delle imprese italiane li utilizza per coprirsi dai rischi di tasso di interesse, rispetto al 40 per cento delle imprese statunitensi e al 31 per cento della media europea.

Il ricorso a tali strumenti va analizzato tenendo conto della struttura finanziaria delle imprese italiane, che si caratterizza, soprattutto nelle piccole e medie imprese, per la quota elevata di indebitamento bancario, generalmente nella forma a breve termine e a tasso variabile.

I bilanci relativi al 2002, ultimo anno per il quale si dispone delle informazioni della Centrale dei bilanci, mostrano come, al diminuire della dimensione, il leverage delle imprese aumenti in maniera costante, dal 46 per cento per le aziende con più di 500 addetti al 62 per cento per quelle con meno di 15.

Il rapporto tra la componente bancaria e l'indebitamento finanziario complessivo, inoltre, è del 75 per cento per le aziende con meno di 15 addetti, a fronte di una quota del 49 per cento per le imprese con più di 500 dipendenti.

Nel caso delle piccole e medie imprese, la struttura del passivo è caratterizzata anche dalla prevalenza di finanziamenti a scadenza ravvicinata.

Negli anni recenti la crescente domanda, da parte delle imprese, di prestiti a medio e a lungo termine è stata soddisfatta attraverso operazioni a tassi indicizzati ai rendimenti del mercato monetario. Tale evoluzione ha posto le premesse per una più ampia richiesta di forme di copertura a fronte dell'eventualità di rialzi dei tassi.

In particolare, tra il 2003 e la prima metà del 2004 le aspettative dei mercati finanziari sui tassi d'interesse in euro avevano assunto un chiaro orientamento al rialzo, scontando una accelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti e in Europa.

Contrariamente alle aspettative, nel corso del 2003 la dinamica dell'economia in Europa è rimasta modesta. Ne è seguito un progressivo slittamento in avanti delle attese di rialzo dei rendimenti in euro.

La decisione delle imprese di indebitarsi a tasso variabile, oltre che consentire una riduzione degli oneri finanziari in periodi di tassi calanti, muoveva dal presupposto che anche in caso di rialzo dei tassi di interesse, i costi della copertura e del debito contratto sarebbero stati complessivamente inferiori all'onere di un finanziamento a tasso variabile a medio-lungo termine.

A fini di copertura, le imprese, oltre a prodotti standardizzati quali l'*interest rate swap*, hanno stipulato contratti articolati per ridurre il costo.

In particolare le imprese hanno sottoscritto contratti di opzione che le espongono al rischio, ritenuto poco probabile, di ribasso dei tassi di interesse e di deprezzamento del dollaro.

Nella seconda metà del 2003 l'ulteriore ribasso dei tassi di interesse in Europa e l'inatteso deprezzamento del dollaro non hanno determinato le condizioni di mercato previste nei confronti delle quali le imprese si erano assicurate.

In relazione a tale evoluzione, banche e imprese si sono sovente accordate per rinegoziare i contratti in essere; l'alternativa sarebbe stata la chiusura anticipata dei contratti, che avrebbe comportato oneri immediati per le imprese in una fase già caratterizzata da flussi di reddito dell'attività produttiva inferiori alle attese.

Sulla base delle segnalazioni alla Vigilanza, a dicembre del 2000 i derivati negoziati dalle banche italiane con le imprese rappresentavano il 2 per cento del totale dei derivati in essere presso il sistema bancario; essi si sono attestati al 3,3 per cento a giugno del 2004. L'attività è concentrata in pochi gruppi bancari di grandi dimensioni: i primi 4 intermediari detengono circa il 70 per cento dei derivati negoziati con le imprese.

Il rischio di controparte sulle operazioni in derivati viene approssimato dal "valore di mercato" delle posizioni in essere; se positivo, esso misura il rischio della banca per l'inaadempienza della controparte rispetto agli obblighi previsti dai contratti derivati.

Calcolato in percentuale del valore nominale dei contratti, il rischio delle banche nei confronti di imprese italiane è sceso progressivamente dal 4,2 per cento a dicembre del 2000 al 2,2 a giugno dello scorso anno. Valori non dissimili si riscontrano nei mercati esteri; nella citata indagine della Banca dei regolamenti internazionali il valore intrinseco dei

contratti effettuati con imprese non finanziarie era pari a giugno 2004 al 3,4 per cento del valore nozionale.

Sulla base delle nuove segnalazioni alla Centrale dei rischi, istituite a partire dal gennaio 2005, l'esposizione delle banche nei confronti delle imprese non finanziarie è di circa 4,8 miliardi di euro; essa rappresenta l'1,8 per cento dell'indebitamento bancario delle imprese per le quali le banche segnalano un valore di mercato "positivo" sulle operazioni in derivati.

L'esposizione risulta concentrata in un numero limitato di banche: alle prime 9 banche fa capo il 79 per cento dell'esposizione complessiva, a fronte di 217 banche che segnalano una esposizione per operazioni in derivati.

Le imprese che hanno una esposizione nei confronti di banche sono circa 42.000, di cui circa 31.000 ubicate nel Nord dell'Italia. Circa 14.000 imprese hanno in essere operazioni in derivati con più di una banca (le operazioni censite sono infatti 56.000).

Le imprese di maggiore dimensione (aventi un indebitamento bancario superiore a 100 milioni di euro) sono 220; ad esse fa capo il 16 per cento dell'esposizione complessiva.

La maggior parte dell'esposizione è concentrata nelle imprese che hanno un indebitamento bancario compreso tra 1 e 100 milioni di euro (oltre 24.000 imprese assorbono il 70 per cento dell'esposizione, con una esposizione media pari a 141.000 euro).

## **5. Sviluppi in corso nella regolamentazione internazionale**

Lo sviluppo del mercato dei derivati è stato nel corso degli anni attentamente seguito da organismi internazionali, banche centrali e autorità di vigilanza.

Risalgono agli inizi degli anni novanta i lavori condotti nell'ambito della BRI per approfondire lo sviluppo degli strumenti derivati (Rapporto del 1992 dello Euro-currency Standing Committee) e per costituire statistiche sistematiche sul fenomeno. Sempre nello stesso periodo hanno preso avvio i lavori del Comitato di Basilea, che nel 1996 hanno dato luogo all'introduzione di una normativa prudenziale sui rischi di mercato.

Negli anni più recenti anche i derivati su credito sono stati oggetto di analisi e approfondimenti a livello internazionale, nell'ambito delle più ampie riflessioni sul fenomeno del trasferimento del rischio di credito.

In linea generale, l'attenzione si incentra sulle implicazioni che il rapido sviluppo del fenomeno può determinare sulla stabilità del sistema finanziario e sull'entità del rischio che viene effettivamente trasferito tra i diversi settori dell'industria finanziaria.

Il Comitato sulla stabilità finanziaria globale (CGFS), nel gennaio del 2003, e il Banking supervision committee della Banca centrale europea, nel maggio dello scorso anno, hanno portato a termine specifiche indagini sull'argomento.

Entrambi i lavori trattano di alcune tematiche che possono avere implicazioni macro e microprudenziali.

L'elevata concentrazione del mercato in pochi operatori e la sua relativa opacità, le incertezze sulla documentazione legale sono elementi che devono indurre a mantenere elevata l'attenzione degli organi di supervisione.

Sul piano microprudenziale, rileva la necessità di accrescere i presidi interni alle istituzioni finanziarie per individuare e controllare i rischi, i cui profili di complessità non hanno ancora permesso agli operatori di pervenire a soluzioni condivise.

Sotto il profilo della regolamentazione prudenziale il nuovo Accordo di Basilea apporta alcune modifiche al trattamento dei derivati finanziari e creditizi.

Con riferimento ai primi, la nuova disciplina rende più rigorosa la gestione delle posizioni contenute nel portafoglio di trading, inclusi quindi gli strumenti derivati detenuti per finalità di negoziazione nel breve termine.

I derivati creditizi, a differenza di quanto stabilito dall'Accordo del 1988, vengono riconosciuti come forme di contenimento dei rischi ai fini prudenziali se rispettano precisi requisiti, in parte analoghi a quelli previsti per le garanzie personali e in parte dipendenti dalle singole caratteristiche contrattuali.

Sempre presso il Comitato di Basilea sono in corso approfondimenti – nell'ambito della più generale riflessione sulle tematiche relative al *trading book* – volti a promuovere significative modifiche ai requisiti patrimoniali a fronte del rischio di controparte sui contratti derivati. L'obiettivo è di incentivare le banche a utilizzare metodologie avanzate per il calcolo di questo rischio.

Il mese prossimo le proposte in corso di definizione verranno rese note agli operatori per consultazione, al fine di poterle incorporare anche nella proposta di direttiva europea sul nuovo Accordo sul capitale attualmente in discussione presso il Parlamento europeo.

## **6. L'attività di vigilanza della Banca d'Italia**

L'attività delle banche e degli altri intermediari in prodotti derivati è oggetto di controllo da parte della Consob e della Banca d'Italia.

Il vaglio della Consob viene esercitato ai sensi della disciplina sui servizi di investimento e di quella della “sollecitazione all’investimento”. Agli intermediari sono imposti obblighi di trasparenza e regole di comportamento diretti a porre le controparti nella condizione di operare scelte consapevoli nella negoziazione di strumenti finanziari.

La Banca d’Italia valuta le operazioni in derivati per i riflessi sulla rischiosità dei bilanci bancari; in ultima analisi per la loro sana e prudente gestione.

Negli anni ottanta sono state introdotte regole che limitavano la possibilità delle banche di operare in strumenti derivati con finalità speculative.

Nel decennio successivo è stata avviata la raccolta di informazioni statistiche sull’attività in derivati degli intermediari bancari e finanziari ed è stata introdotta una specifica regolamentazione sui requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato coerente con quella definita dal Comitato di Basilea.

La regolamentazione prudenziale si basa su requisiti patrimoniali e sulla definizione di standard organizzativi, individuati dalla delibera del CICR del 2 agosto 1996 e dalle relative Istruzioni di vigilanza in materia di controlli interni.

Di fronte alla crescente complessità dell’attività di intermediazione, le autorità creditizie hanno ritenuto opportuna un’integrazione della normativa. La delibera del CICR il 23 marzo del 2004, su proposta della Banca d’Italia, prevede che con riferimento all’attività svolta in settori operativi connotati da un elevato grado di complessità e innovazione la Banca d’Italia possa emanare disposizioni per definire le condizioni minime per operare in tali comparti, con specifico riguardo ai requisiti di natura organizzativa e alle metodologie di valutazione del profilo di rischio.

La prima applicazione riguarda l'attività in derivati di credito; il mese scorso è stato diffuso per la consultazione del sistema bancario un documento con il quale la Banca d'Italia propone modifiche alla vigente normativa in materia di controlli interni.

Nel documento si chiarisce che per operare nel comparto dei derivati su crediti è necessario che le banche siano dotate di presidi organizzativi differenziati e di complessità crescente in funzione delle finalità aziendali sottese alle operazioni realizzate.

- Vengono al riguardo individuate tre categorie di operazioni:
- derivati utilizzati per finalità di copertura di posizioni del portafoglio immobilizzato;
  - contratti comportanti l'assunzione di posizioni di rischio – in qualità di venditore di protezione – da allocare nel portafoglio immobilizzato;
  - negoziazione su derivati creditizi.

Nei casi di assunzione di posizioni di rischio le banche dovranno dotarsi di appositi presidi organizzativi con riferimento alla fase dell'avvio dell'operatività, alla scelta del modello organizzativo e di una unità in grado di garantire il coordinamento tra le diverse funzioni aziendali interessate, dalle procedure operative ai sistemi informativi.

Nella fase di controllo dei rischi e di gestione delle posizioni problematiche, i tradizionali indicatori di anomalia – connessi con la valutazione del merito di credito del debitore – dovranno essere integrati da informazioni concernenti l'andamento del mercato.

Più in generale, le banche dovranno essere in grado di raccogliere tutti i dati rilevanti per acquisire un adeguato livello di consapevolezza dei rischi e dovranno assumere le iniziative necessarie affinché le informazioni rilevanti siano diffuse in modo sistematico alle diverse strutture interessate.

Sull'ampliamento del numero delle informazioni che le banche sono tenute a inviare sulla propria attività in derivati, dal 1° gennaio di quest'anno, ho già anticipato alcuni primi risultati. Sono, in particolare, rilevati i differenziali positivi di ciascuna transazione in derivati, diretti a mettere in evidenza il credito potenziale vantato dall'intermediario nei confronti della controparte e, pertanto, i rischi assunti dalle banche.

## **7. Conclusioni**

La complessità raggiunta dai mercati e dagli strumenti finanziari, e in particolare quelli derivati, richiede da parte delle banche, soprattutto gli istituti di maggiore dimensione e di quelli specializzati, l'adozione di articolati sistemi di controllo e di gestione dei rischi.

E' fondamentale il coinvolgimento degli organi amministrativi e dell'alta direzione della banca, che devono seguire gli sviluppi dell'operatività e approvare l'entrata in nuovi mercati, deliberare sulle politiche di gestione e di misurazione dei rischi, assicurare che le strutture operative e di controllo siano dotate di adeguate risorse tecniche e professionali.

I modelli interni delle banche devono essere in grado di cogliere con accuratezza tutti i profili di rischio presenti nel portafoglio derivati; deve essere presente un articolato sistema di limiti operativi.

Per i maggiori operatori le valutazioni della Vigilanza avranno luogo nell'ambito delle procedure di convalida dei modelli interni ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali sui rischi di mercato.

L'uso dei modelli interni, oltre a determinare in modo più preciso la copertura patrimoniale dei rischi, vincola le banche ad adottare rigorosi requisiti tecnico-organizzativi, innalzando

gli standard di gestione dei rischi finanziari ai livelli prevalenti sui mercati più evoluti.

Fino ad ora soltanto due gruppi hanno ottenuto il riconoscimento del proprio modello interno a fini prudenziali. La Vigilanza si aspetta che tutte le banche caratterizzate da una attività finanziaria complessa raggiungano il medesimo obiettivo. Questa impostazione è comune a quanto avviene nei maggiori Paesi.

Anche per le imprese non finanziarie l'operatività sui mercati dei derivati non può prescindere dalla capacità di valutare compiutamente i rischi assunti.

Nei rapporti con la clientela privata la funzione degli intermediari è di fornire soluzioni efficienti a specifici problemi finanziari o di gestione del rischio.

Gli intermediari devono saper valutare se una transazione è appropriata per il cliente, se risponde alle sue politiche di investimento e alle sue condizioni finanziarie.

A loro volta, le imprese devono sottoscrivere contratti solo se ne hanno compreso appieno la portata. La valutazione dello strumento finanziario è un modo semplice per accertare di averne capito tutte le caratteristiche. Se l'impresa non ha i mezzi per effettuare questa operazione, il contratto non dovrebbe essere stipulato.

Se non si persegue una strategia speculativa occorre avere presente che gli strumenti finanziari devono essere utilizzati per ridurre i rischi, non per accrescere i profitti attesi.

Il mercato dei derivati ha avuto un enorme successo, ha soddisfatto le esigenze degli operatori; è un mercato di migliaia di miliardi di dollari. Gli eventi problematici rappresentano una piccola parte del complesso delle operazioni; tuttavia, per la singola istituzione, per il singolo cliente, possono avere effetti molto gravi, in alcuni casi, possono determinarne il fallimento.

**Dott. Maurizio FARONI,**

Vice Direttore Generale Banco Popolare di Verona e Novara

## **Banche e derivati finanziari : recenti linee evolutive**

### **Origini e vocazione dei mercati di prodotti derivati**

Racconta Aristotele che Talete, per smentire le accuse di scarsa praticità che gli venivano rivolte per la sua distrazione, avendo previsto per quell'anno, in base a calcoli astronomici, un abbondante raccolto di olive, pagò molto tempo prima della raccolta il diritto di affittare i frantoi della zona a un canone prestabilito. Al momento della raccolta, poiché la previsione si rivelò corretta, la forte domanda di frantoi fece aumentare il canone ed egli subaffittandoli poté lucrare sulla differenza tra il canone pagato e quello riscosso. Se la previsione si fosse rivelata inesatta, invece, avrebbe potuto rinunciare ad affittare i frantoi subendo il solo costo della somma versata per garantirsi il diritto.

L'esistenza di mercati a termine per la negoziazione di beni affonda dunque le proprie radici nell'antichità: dalle popolazioni antiche del Medio Oriente – mesopotami, egizi, assiri, babilonesi (che intendevano proteggersi dalle avverse condizioni climatiche) all'Antica Grecia, dal Medio Evo al Rinascimento europeo (essenzialmente sui beni agricoli, ma anche con swap di debito pubblico), fino all'affermarsi dei mercati evoluti del nord-america nel corso dell'Ottocento. Il *Chicago Board of Trade (CBOT)*, primo mercato strutturato di negoziazione di contratti a termine, viene peraltro fondato nel 1848 e si concentra sullo scambio di contratti *future* sul grano, per far fronte ai problemi di stoccaggio della merce. Seguiranno i contratti su farina e fieno, nonché i contratti con sottostanti strumenti finanziari, dopo la crisi valutaria del 1971.

Lo sviluppo dei moderni derivati finanziari coincide con la data fatidica del 15 agosto del 1971, anno in cui gli Stati

Uniti decidono di porre fine alla convertibilità del dollaro. Il mercato dei derivati finanziari si sviluppa così inizialmente sui cambi, rispondendo alla necessità di cautelarsi contro l'incertezza che deriva dalla libera e violenta fluttuazione delle valute.

L'evoluzione recente dell'offerta di derivati evolve nel quadro di contesti d'incertezza dove domina la volatilità: ai derivati di cambio post Bretton Woods ed ai derivati sulle commodities si affiancano nel giro di pochi anni quelli sui tassi di interesse; a partire dal 1986-87 (bolla e crisi dei mercati azionari) prendono corpo le negoziazioni sul mercato dell'*equity* e, nella seconda metà degli Anni Novanta, quelle sui derivati di credito (anche in relazione alle ripetute crisi degli *emerging markets* tra il 1995 ed il 1998).

Il bisogno di prodotti derivati nasce allora dall'esigenza di copertura/diversificazione del rischio finanziario presente nei bilanci, rischio generico e rischio specifico. Ma lo sviluppo esponenziale del mercato, l'ampia diffusione dei prodotti derivati, rimanda anche ad altre determinanti: l'affinamento e la condivisione delle tecniche di valutazione (modelli sempre più sofisticati mutuati anche dalla Fisica); i progressi nella distribuzione delle informazioni legati allo sviluppo delle telecomunicazioni, che hanno ridotto i costi delle transazioni; l'ampliarsi costante degli intervenienti sul mercato con una crescita formidabile della liquidità; un consolidamento delle pratiche giuridico legali che ha portato certezze in termini di diritti e obblighi, abbattendo drasticamente il rischio controparte.

In linea generale, proprio questo sviluppo ha permesso di assorbire e fronteggiare gli impulsi destabilizzanti presenti sui mercati finanziari, ponendo le basi per evitare significativi episodi di instabilità sistemica. Tale attitudine si rileva non solo con riferimento alla gestione dei rischi di mercato/controparte, ma soprattutto con riguardo alla capacità, che questi

strumenti hanno dimostrato, di evitare l'eccessiva concentrazione dei rischi, ridistribuendo gli stessi fra molti attori, sovente con esigenze contrapposte. Al di là di alcune patologie riferibili a casi specifici, ne è derivato un abbassamento complessivo del livello di rischio.

In questi elementi di flessibilità e aderenza ai fabbisogni degli operatori risiede principalmente la radice di uno sviluppo del mercato straordinariamente intenso.

## **L'utilizzo dei derivati nelle banche**

Nel corso degli ultimi anni il sistema bancario italiano ha sviluppato un forte know-how in materia di strumenti derivati, cui ha fatto ricorso per la gestione efficiente dei propri rischi strutturali, nonché per la generazione di nuovi prodotti rivolti alla clientela. In questo secondo ambito, le banche più attive si sono proposte come intermediario specializzato in grado non solo di intermediare, ma anche di gestire attivamente libri di trading con crescente complessità.

### 1. Le Politiche di Asset-Liability Management e gestione del banking book

Nell'ambito delle politiche di gestione dei rischi finanziari di natura strutturale gli intermediari creditizi hanno fatto un crescente ricorso ai prodotti derivati. I principali rischi oggetto di copertura sono stati:

- I rischi di mercato espliciti nel bilancio. I primi rischi, quelli più tipici e facilmente riconoscibili, con un *pricing* relativamente facile, sono quelli dovuti a movimenti della curva dei tassi generati da una asincronia di struttura, temporale e qualitativa degli impieghi e della raccolta (ad es.: raccolta delle banche commerciali addensata sul breve/medio termine e quote crescenti di

impieghi effettuati sul lungo termine. Prevalenza di raccolta che è a tasso fisso contro impieghi a tasso variabile). Sono presenti anche rischi più latenti e non banali da modellizzare, legati a specifici prodotti venduti dalle banche, che contengono nella loro forma contrattuale opzionalità implicite non facilmente estraibili e delle quali un *fair price* non è immediatamente disponibile (esempio le opzioni di *prepayment* di finanziamenti).

- I rischi di mercato “impliciti” nel bilancio. Si tratta di rischi più “opachi” e di difficile stima, che si manifestano e sono tangibili solo in presenza di andamenti di mercato (o a seguito di comportamenti) poco controllabili. Si pensi alla perdita/guadagno accidentale di marginalità dovuta al fatto che alcune poste del bilancio reagiscono non secondo la loro forma contrattuale, ma seguendo leggi econometriche diverse. Un chiaro esempio è quello riferito alla grande massa di depositi a vista con scadenza contrattuale di un giorno, ma con scadenza economica diversa di alcuni anni se non in parte perpetua. Prezzare l’opzione implicita data al cliente di ritirare i propri depositi, quando e per l’ammontare che vuole, permette di stimare correttamente il rischio di liquidità (basso data l’elevatissima granularità degli stessi e l’elevato grado di stabilità comportamentale), ma soprattutto il Beta di questi depositi rispetto ai movimenti del mercato. La modellizzazione dei depositi a vista, dove a fronte di una scadenza economica di lungo periodo si contrappone una scadenza contrattuale brevissima, impone politiche di trasformazione delle scadenze. Solo modelli econometrici possono offrire una stima apprezzabile del vero rischio dell’aggregato.
- I rischi di credito. Un rischio tipico delle banche che ha subito un forte processo di standardizzazione e di prezzatura nel mercato dei derivati è quello del credito. L’obiettivo è quello di avere non più solo la percezione

del rischio di credito riveniente dall'esperienza aziendale, ma piuttosto strumenti quantitativi che possano fornire stime oggettive del rischio, valutabili e condivisibili dalla maggioranza dei partecipanti al mercato, nonché permettere di coprirsi con strumenti efficienti. I derivati di credito sono per certi versi la novità più significativa del mercato degli anni Novanta. La nascita e lo sviluppo di questi contratti è figlia altresì del processo di globalizzazione e standardizzazione del diritto che ha reso certi alcuni comportamenti in materia di eventi che rendono valido ed eseguibile il contratto. I *credit derivatives* permettono infatti la separazione del rischio di credito dallo strumento giuridico che lo incorpora e da cui trae origine. Il rischio è così ridotto alla stregua di una *commodity* e diviene pertanto facilmente trasferibile (si è reso liquido e cedibile, prezziabile oggettivamente ciò che prima poteva essere valutato soltanto in modo qualitativo e *vis a vis*).

Attraverso l'utilizzo corretto dei prodotti derivati è dunque possibile fronteggiare numerosi versanti di rischio con un livello di efficienza e precisione non conseguibile con politiche di *natural hedge* o basate su strumenti del mercato a contante. Con politiche di *hedging* basate sull'impiego dei derivati si consegue così l'obiettivo primario di garantire alle banche percorsi meno volatili di crescita e creazione relativamente più stabile di valore nel tempo.

## 2. L'impiego di strumenti derivati per la strutturazione di prodotti di investimento

L'utilizzo dei derivati nell'ambito della strutturazione di prodotti di investimento per il *Retail banking* risponde per lo più all'esigenza primaria di mettere a disposizione del cliente una gamma di alternative per l'assunzione di posizioni indicizzate su più mercati (azionari, dei tassi di interesse, delle *commodities* o delle valute).

Questi prodotti consentono la costruzione di strategie volte alla diversificazione degli investimenti tra diversi mercati, alla garanzia/protezione del capitale investito, all'assunzione di posizioni sia lunghe che corte sul mercato di riferimento, all'utilizzo della leva finanziaria. E tutto ciò in modo "sintetico".

In particolare, attraverso i prodotti strutturati l'investitore acquista l'opportunità di perseguire una strategia di investimento che sarebbe replicabile soltanto con una serie di operazioni elementari su vari strumenti *cash*, ai quali di norma il privato non ha accesso per vincoli di mercato, per *size* dell'investimento, per garanzie richieste, per tecnicità. Queste caratteristiche – e non tanto la spinta commerciale delle banche – hanno assicurato quel trend di espansione della domanda e di diversificazione dell'offerta che abbiamo registrato sul mercato internazionale ed italiano in particolare.

Le strutture sono riconducibili principalmente a due classi:

- *Growth*, dove l'investitore acquista implicitamente opzioni rinunciando ad un reddito certo in cambio di opportunità di performance sul sottostante (es. acquisto di opzioni su panieri di fondi, indici, etc.)
- *Income*, dove l'investitore vende implicitamente opzioni in cambio di un rendimento atteso più elevato rispetto ai tassi correnti (es. cedola superiore ai tassi di mercato al verificarsi di condizioni quali indici oltre i livelli iniziali di mercato)

Per quanto concerne i sottostanti, si può affermare che essi coprono l'intera gamma di mercati di scambio, dall'azionario ai tassi di interesse (di mercato e *reali – inflation linked*), dalle valute alle materie prime e, meno frequentemente, al credito.

L'estrema flessibilità dei meccanismi di strutturazione consente di dare alle varie tipologie di prodotto un *packaging*

diversificato secondo la domanda della clientela e le esigenze commerciali di riferimento.

Sotto il profilo tecnico le tipologie di derivati nel mondo degli investimenti riferiscono essenzialmente alle seguenti categorie: derivati quotati (es.: *futures* e *option* a breve scadenza, liquidità, ma barriere di ingresso per le persone fisiche – *margin account*), derivati cartolarizzati (es.: *certificate* a breve scadenza), derivati incorporati in prodotti strutturati (*packaging* assicurativo, obbligazionario, gestito, etc.). I prodotti con natura più “speculativa” non occupano una posizione centrale sul mercato ed appaiono piuttosto indirizzati ad una fascia ristretta di investitori (pensiamo alla partecipazione degli *scalpers* privati al mercato on-line dei *covered warrant*), mentre i prodotti strutturati con ottica difensiva hanno registrato un particolare successo per la loro capacità di assemblare strumenti diversificati e, contestualmente, garantire la protezione degli investimenti.

I prodotti che hanno registrato negli ultimi anni il maggiore successo sono in effetti quelli che forniscono al cliente la garanzia/protezione del capitale investito, quando non anche un rendimento minimo garantito dallo strumento finanziario di investimento.

I rischi connessi a questa operatività sono concentrati presso i *dealer* del mercato e vengono gestiti in appositi *trading book* nei quali si incontrano tutti i flussi di negoziazione e si gestiscono rischi di mercato e di controparte. In taluni casi, dove c'è equilibrio nelle condizioni di domanda e offerta (es. operatori tutti da un lato), si possono verificare pressioni sui prezzi: si pensi al recente *squeezing* della volatilità implicita sugli indici azionari (prevalenza venditori) o *l'ipercomperato* sulle *swaption* a lunga scadenza dell'euro. In taluni casi, dove si operi attraverso l'applicazione informatica di modelli matematico/statistici di gestione (ad es. gestioni patrimoniali o polizze garantite/protette secondo la metodologia CPPI) non

si evidenziano rischi di mercato o di controparte, ma essenzialmente rischi operativi connessi all'efficienza ed al monitoraggio degli stessi modelli.

### 3. I corporate derivatives

Gli strumenti derivati per le aziende nascono come risposta delle banche all'esigenza di immunizzare il risultato economico dai rischi finanziari cui è normalmente assoggettata l'attività d'impresa. L'andamento economico di tutte le aziende è infatti influenzato, in misura diversa, dalle oscillazioni dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime. La prima generazione di prodotti derivati ha dotato le imprese di strumenti per la gestione di tali rischi: la stipula di operazioni di *interest rate swap* e di compravendita a termine di divise e merci ha consentito alle imprese di coprire integralmente i rischi di mercato, rendendo il risultato economico aziendale indipendente da variabili del mercato finanziario attraverso la predeterminazione del costi di indebitamento, di acquisto e/o vendita di materie prime e prodotti finiti. Le caratteristiche dei contratti sopra menzionati, che permettono alle aziende l'immunizzazione del bilancio dai rischi finanziari non consentendo tuttavia di trarre beneficio da andamenti favorevoli dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime, hanno favorito lo sviluppo del mercato delle opzioni, che permettono alle imprese, dietro pagamento di un premio, di coprire esclusivamente il rischio legato al verificarsi dello scenario negativo.

L'innovazione finanziaria, unitamente alla maturazione delle esigenze delle tesorerie aziendali ed alla flessibilità intrinseca che caratterizza gli strumenti derivati, ha prodotto nel corso degli ultimi anni uno sviluppo considerevole di soluzioni di *risk management* per le imprese basate sulle opzioni. Dall'analisi del contesto di mercato

attuale emerge un'evoluzione dei comportamenti delle imprese, che vedono negli strumenti derivati un mezzo per ottimizzare la gestione della tesoreria aziendale, affiancando alla finalità di copertura dei rischi anche l'esigenza di ridurre i costi di finanziamento e di acquisto di materie prime, col fine di contribuire positivamente al risultato economico aziendale. Caratteristica ricorrente in molti prodotti è pertanto quella di consentire al cliente di ottenere un beneficio in termini reddituali (ad esempio attraverso la riduzione del costo di finanziamento), offrendo per contro una copertura solo parziale dei rischi finanziari. Le forme tecniche attraverso cui viene ottenuto tale effetto prevedono tipicamente l'introduzione di componenti opzionali vendute dal cliente e/o meccanismi di indicizzazione a sottostanti non perfettamente correlati ai parametri di mercato le cui oscillazioni producono effetti sul bilancio.

Le tipologie di prodotti offerti variano nel tempo in funzione delle condizioni di mercato; considerata l'attitudine di molte imprese la strutturazione di un'offerta associata a precise view di mercato tende a divenire per le banche un fattore critico di successo per la fidelizzazione del cliente. La soddisfazione del medesimo è infatti oggi spesso legata agli effetti finanziari ottenuti attraverso operazioni in derivati e non solo al mero raggiungimento dello scopo di immunizzare il bilancio dai rischi. Si tratta con tutta evidenza di un *trend* non esente da criticità.

Tale tendenza verrà peraltro a breve influenzata dall'applicazione estesa di nuove regole di *accounting* ed in particolare dall'introduzione degli International Accounting Standard.

Come noto, la prevista adozione dei principi IAS comporta, per le aziende quotate, la valutazione al mercato delle posizioni in derivati in sede di redazione del

bilancio e la possibilità, qualora l'operazione sia stata posta in essere con esclusiva finalità di copertura, di valutare al mercato anche l'attività/passività coperta. L'associazione di una posizione in derivati ad una specifica attività/passività è però vincolata all'effettuazione di test di efficacia previsti dai principi. L'applicazione del test di efficacia alle tipologie di prodotti che costituiscono l'attuale offerta nel mercato dei derivati per le imprese comporta la possibilità di applicare il cosiddetto *hedge accounting* solo ad una piccola parte dell'offerta stessa, rappresentata dai contratti di mera copertura. I principi IAS determinano una tendenza generale che si estende anche alle aziende non quotate: l'orientamento delle società di revisione che certificano i bilanci, infatti, è nella direzione di richiedere l'accantonamento a specifiche riserve delle minusvalenze sulle posizioni in derivati non classificabili come di copertura (riportate in nota integrativa).

Ai fini di una corretta valutazione delle diverse tipologie di strutture e della conseguente classificazione delle stesse è opportuno effettuare alcune considerazioni. In primo luogo, la rischiosità, in termini assoluti, del singolo prodotto – che implica un aumento della probabilità di *mark-to market* negativi – dipende da molteplici fattori, quali ad esempio la durata dell'operazione, la volatilità del/i parametro/i di riferimento, le condizioni di mercato, e non direttamente dal livello di strutturazione. Pertanto, ad un aumento della complessità del prodotto non consegue necessariamente un incremento del livello di rischio associato allo stesso. In secondo luogo, ai fini della valutazione dell'impatto di eventuali *mark-to-market* negativi sull'azienda, giova la suddivisione dei prodotti in tre categorie: i prodotti di “copertura effettiva”, i prodotti di “copertura condizionata” ed i prodotti di “gestione attiva”.

<b>STRATEGIA</b>	Obiettivo	IAS Compliance
<b>Copertura Effettiva</b>	Fissare il costo di funding o delimitarlo	SI
<b>Copertura Condizionata</b>	Fissare il costo di funding a livelli inferiori a quelli garantiti dai prodotti di "copertura effettiva" accollandosi il rischio che la copertura possa venir meno in scenari estremi di mercato	NO
<b>Gestione Attiva</b>	Gestire in modo dinamico i costi di funding incassando eventuali differenziali positivi. Tali prodotti, comunque da correlarsi ad attività o passività di bilancio, incorporano talora leve che si attivano in caso di movimenti significativi di mercato	NO

A differenza di quanto comunemente percepito negli ultimi anni contrassegnati da tassi in flessione - se si valutasse erroneamente la qualità dei prodotti solo in termini di *mark-to-market* negativo generato - hanno spesso performato meglio prodotti strutturati di tasso che implicavano la vendita di opzioni (ad esempio su barriere) piuttosto che *plain vanilla* perfettamente simmetrici a posizioni di indebitamento del cliente.

### **Criticità e rischi dei prodotti derivati**

L'elevata sofisticazione dei prodotti, la possibilità di leva finanziaria possono indurre ad un utilizzo eccessivamente speculativo che, se non governato a livello sistemico ed aziendale, è suscettibile di produrre effetti destabilizzanti. I rischi sistemici si sono ridotti progressivamente con il costante affi-

namento della supervisione da parte delle Autorità di Vigilanza, mentre i rischi microeconomici si annullano quando si sia in presenza di operatori con elevata professionalità, sostenibile nel tempo, e soprattutto dotati di adeguati sistemi di controllo e reporting.

La complessità dei trattamenti contabili ha portato nel passato a fenomeni di incomprensibilità dei bilanci o di rappresentazione “poco trasparente” di situazioni patrimoniali creando problemi di tutela degli investitori, quando non degli stessi azionisti. Il tema tende ad essere superato con l’adozione generalizzata degli IAS, con l’atteggiamento coerente delle società di revisione, ma soprattutto con la crescita di competenze, strumenti di *reporting* e controllo per gli organi amministrativi delle società .

L’innovazione finanziaria obbliga inoltre a continui investimenti sui sistemi che spesso soffrono di rapida obsolescenza, per lo sviluppo del mercato e/o per la perdita di efficienza del fornitore. Il mercato dei *software provider* presenta infatti elevata frammentazione e frequenti avvicendamenti nelle leadership; per contro, paradossalmente, posizioni dominanti di mercato dei fornitori finiscono per ingessare i prodotti, troppo dipendenti dalle committenze principali ed esposti alla presenza di competenze non sempre diffuse. Di fatto, diventa un passaggio obbligato dotarsi di strutture interne per coprire il gap temporale dei fornitori sui nuovi prodotti.

L’intreccio di problematiche tra *front-end*, sistemi e *back-office*, *risk management*, credito e legale, contabilità e *auditing* pretende dunque una regia sofisticata e vigile per assicurare l’armonico sviluppo delle attività su tutta la filiera.

Nel contempo, sul mercato si registra una sempre maggiore competizione tra distributori e *dealers*. In particolare nel campo dell’intermediazione si creano di fatto forti barriere all’entrata per le *securities house* domestiche, specie nei mercati *non-captive*.

Per quanto concerne i rischi reputazionali degli intermediari verso i privati occorre sottolineare come i processi di vendita richiedano una forte coesione tra produzione e distribuzione, una scelta attenta della gamma prodotti, una visione dei mercati che si traduca in un'offerta motivata alla clientela. Da un lato, la sfida è mettere sul "bancone di vendita" prodotti che, garantendo una sostanziale neutralità commissionale per il venditore, eliminino ogni possibile conflitto d'interessi a livello della distribuzione: se tutti i prodotti di amministrato/gestito rivolti a mercati in crescita/flessione garantiscono più o meno le medesime redditività lo sportello sarà sempre focalizzato esclusivamente sugli effettivi interessi del cliente. Dall'altro, è fondamentale che dentro i prodotti ci sia un poco anche "l'idea della casa" che può giustificare vari livelli commissionali: si tratta in sostanza di aumentare l'efficienza la probabilità di ritorno dell'investimento del cliente, utilizzando strumenti di analisi, ma anche monitorando costantemente le condizioni del mercato e sviluppando soluzioni di *financial engineering*.

Sotto il profilo dei rischi reputazionali verso le imprese si vive attualmente un contesto mediatico difficile, che esorbita dal mondo dei derivati ed abbraccia una serie di servizi finanziari per i quali si pretenderebbe un'asimmetria sistemica tra clientela e banca (quest'ultima chiamata per principio a sopportare eventuali performance negative del derivato). In un contesto di questo tipo credo si debbano perseguire due linee tra loro complementari. La prima, di sistema, deve essere volta a riportare nell'alveo corretto dei rapporti le relazioni contrattuali: la banca è chiamata ad ottemperare alle proprie obbligazioni, ma anche il cliente non può essere sistematicamente considerato parte debole nel momento in cui sottoscrive un contratto (ciò ovviamente al netto di comportamenti non deontologici di vendita manifestamente forzata). Contratti derivati acquisiti dalla clientela con logica di copertura, assimilabile a quella assicurativa, non possono essere valutati in chiave positiva solo se generano *stand-alone* vantaggi finanziari al sottoscrittore senza alcun riferi-

mento ai sottostanti. La seconda impone una profonda qualificazione delle strutture di vendita dove i *sales* devono diventare sempre di più consulenti di gestione della tesoreria, piuttosto che collocatori di prodotti. E' indispensabile che ogni atto di vendita sia preceduto da uno screening analitico delle condizioni di finanza dell'impresa e da una valutazione prospettica dei flussi finanziari attesi che metta in relazione la più stretta possibile le strutture derivative e le posizioni a contante. Tale screening deve basarsi su elementi oggettivi di qualificazione dell'impresa.

E' altresì indispensabile un processo di *education* della clientela che deve abbandonare l'ottica di breve periodo, spesso di natura un po' speculativa, per entrare in logiche di gestione dei rischi finanziari volte a proteggere le marginalità della gestione caratteristica anche a rischio di subire, nel brevissimo, qualche costo di tipo "assicurativo" (si pensi solo alle opportunità che offre attualmente il mercato di swappare a fisso – o assimilabile – gli indebitamenti a tasso variabile, sopportando un modesto *carry* iniziale negativo).

## **Considerazioni conclusive**

La crescita e la costante sofisticazione del mercato dei derivati rappresentano un'opportunità straordinaria per la gestione efficiente e flessibile di molti rischi. La diffusione dei derivati presso operatori bancari, industriali e a servizio delle famiglie va interpretata come una tendenza positiva, capace di favorire una più ampia e diffusa protezione da variabili aleatorie per tutti gli operatori economici. Un migliore governo della volatilità dei mercati ed una opportuna distribuzione dei rischi su operatori con interessi contrapposti forniscono un contributo rilevante al controllo del rischio sistemico.

L'estrema flessibilità di questi strumenti, unitamente ad un potenziale effetto di leva sui mercati, può indurre operato-

ri dotati di un'insufficiente dotazione di strumenti culturali e tecnologici per il governo di tale attività ad assumere rischi eccessivi o non adeguatamente monitorati.

Questo profilo di vulnerabilità è particolarmente evidente quando i soggetti interessati all'attività in derivati sono rappresentati da operatori non finanziari. La sfida per il sistema bancario è dunque quella di evolvere nella sofisticazione insieme ai propri clienti, creando un circolo virtuoso di governo del rischio, soddisfazione della base di clientela, redditività e stabilizzazione dei risultati aziendali nel lungo termine.

L'impegno è anche quello di creare intorno al sistema bancario (nell'opinione pubblica, nei media, nelle associazioni imprenditoriali dei consumatori) un livello adeguato di informazione, di competenze e di consapevolezza.

In tale prospettiva va vista con favore l'affermazione nell'arena competitiva dei mercati di intermediari finanziari domestici in grado di operare sui mercati dei prodotti derivati con standing prestazionali ormai allineati alle *best practice* di mercato.

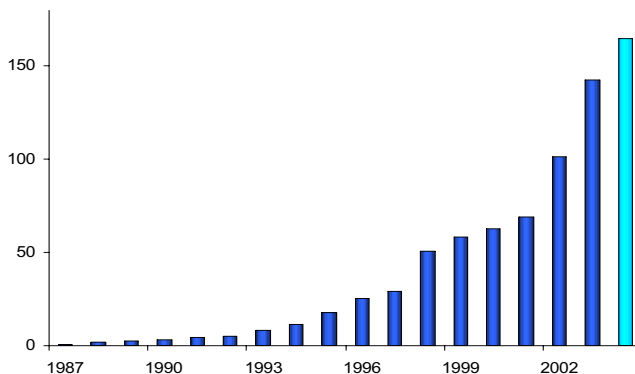
**Dott. Giovanni GORNO TEMPINI,**  
Amministratore Delegato Banca Caboto

## **I derivati finanziari: recenti sviluppi e prospettive di crescita del mercato**

### **1. Il mercato internazionale dei derivati**

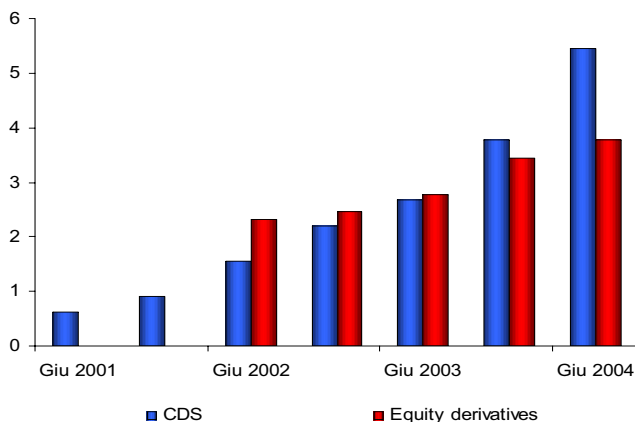
Il mercato degli strumenti derivati negli ultimi 20 anni ha mostrato una forte crescita sia in termini di volume, sia in termini di varietà degli strumenti in esso trattati; durante questo arco temporale si sono peraltro alternati periodi di crescita particolarmente intensa a varie situazioni di difficoltà. Negli ultimi 15 anni si è assistito ad un aumento della volatilità sui principali mercati finanziari al quale ha fatto seguito un maggior utilizzo degli strumenti derivati ed un aumento del numero di soggetti che ne fa abitualmente uso. Si stima che il mercato dei derivati over the counter, per i paesi del G10, abbia ormai assunto proporzioni pari a circa sette volte il PIL, evidenziando un incremento dell'80% negli ultimi 3 anni (Figure 1 e 2).

Figura 1 – IRS, opzioni su tassi e swap su valute  
Dollari USA, trilioni



Fonte: ISDA, Importi nominali, outstanding. Ultimo dato disponibile giugno 2004.

Figura 2 - CDS e equity derivatives  
Dollari USA, trilioni



Fonte: ISDA, Importi nominali, outstanding. Ultimo dato disponibile giugno 2004.

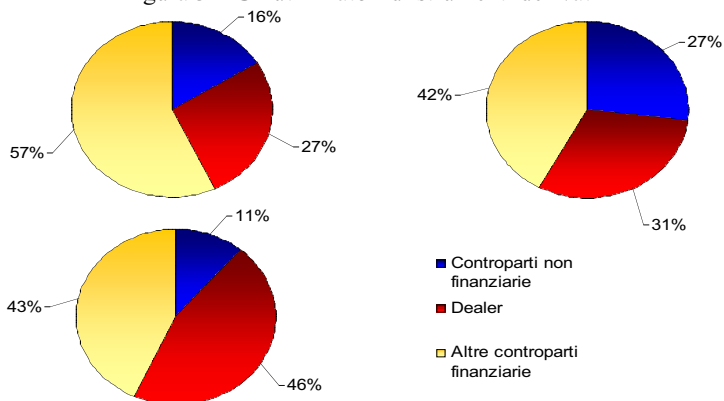
La crescita dei derivati non ha riguardato soltanto i volumi in circolazione, bensì anche la varietà degli strumenti; anzi, proprio questo secondo fattore è stato l'elemento caratterizzante dell'innovazione dell'industria finanziaria degli ultimi anni.

In termini di composizione circa il 70% dell'attuale mercato è costituito da derivati su tassi di interesse e cambi, seguiti dagli equity e credit derivatives. In particolare lo sviluppo degli equity derivatives è da imputare sia alla possibilità di utilizzarli per operazioni di hedging, sia per prendere posizioni sui mercati sfruttando il loro effetto leva.

Nell'ultimo triennio ha altresì avuto particolare sviluppo l'attività su credit derivatives.

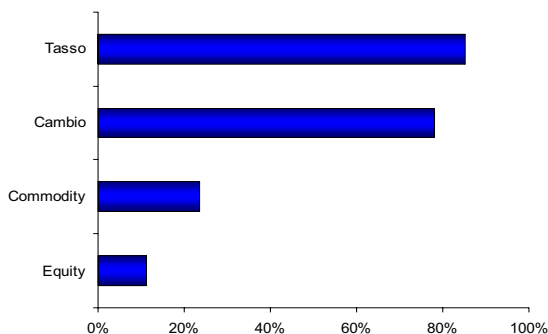
Le principali controparti attive sui mercati degli strumenti derivati sono gli intermediari finanziari, ossia dealers, banche e ultimamente anche hedge funds; questi ultimi presentano peraltro un turnover piuttosto elevato. Una quota minoritaria è invece rappresentata dalle istituzioni non finanziarie (Figura 3).

Figura 3 – Gli utilizzatori di strumenti derivati



Una ricerca di ISDA segnala però che il 92% delle 500 leading companies mondiali utilizza i derivati per la gestione e la copertura dei rischi legati al proprio business: l'85% per la protezione dei rischi di tasso, il 78% per i rischi di cambio, il 23,5% per il rischio legato alle commodities e l'11% per il rischio azionario (Figura 4).

Figura 4 – L'utilizzo dei derivati



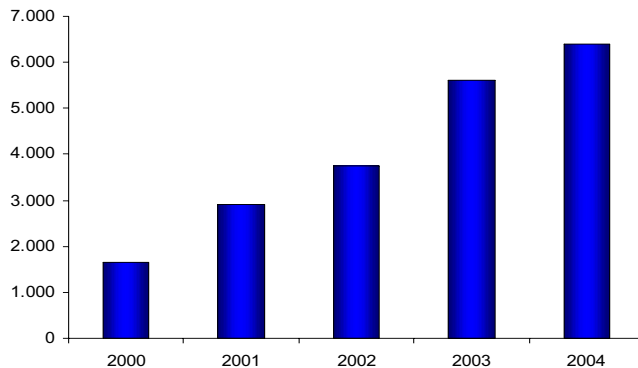
Fonte: Per i dati sulle controparti, ISDA su dati BIS; per quelli sulla copertura dei rischi, survey ISDA sulle 500 maggiori imprese mondiali, aprile 2003.

## 2. Il mercato italiano

Lo sviluppo del mercato italiano dei derivati prende avvio tra la fine degli anni Ottanta e l'inizio del decennio successivo, con il processo di liberalizzazione, con l'introduzione del mercato dell'euro-lira e con l'allungamento delle scadenze delle liabilities emesse da alcuni grandi imprenditori.

Negli anni Ottanta i principali operatori erano le grandi banche, le compagnie di assicurazione ed un ristretto numero di imprese industriali. A settembre 2004 il volume complessivo dei derivati negoziati dalle banche italiane ha raggiunto i 6.400 miliardi di euro (Figura 5).

Figura 5 – Operatività in derivati delle banche italiane  
Miliardi di euro

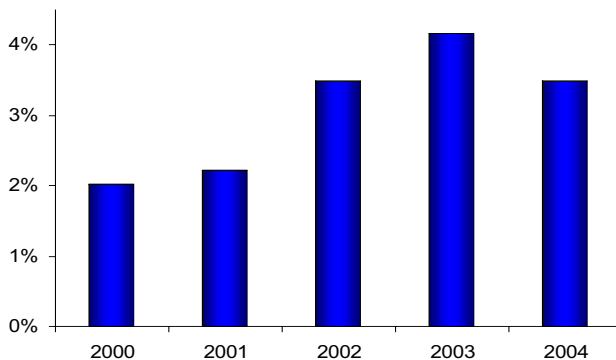


Fonte: Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza.

Con l'avvio dell'euro, dalla metà degli anni Novanta, cominciano a diffondersi prodotti strutturati legati ai tassi e all'equity ed entrano nel mercato anche le Società di Intermediazione Mobiliare. Negli ultimi anni gli strumenti derivati sono particolarmente utilizzati anche dalle imprese e dagli Enti Locali.

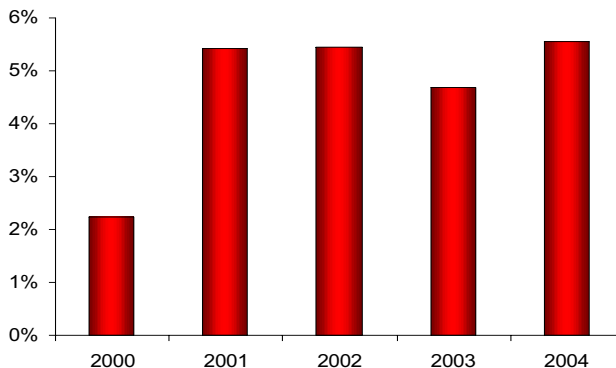
L'operatività in derivati con le imprese residenti copre una quota storicamente molto contenuta del totale degli strumenti in essere presso il sistema bancario italiano, in termini sia di importi nozionali che di valori intrinseci (Figure 6 e 7).

Figura 6 – Operatività in derivati con imprese residenti  
(in percentuale del valore nozionale dei derivati in essere)



Fonte: Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza.

Figura 7 – Operatività in derivati con imprese residenti  
(in percentuale del valore lordo di mercato)



Fonte: Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza.

### 3. Vantaggi e svantaggi degli strumenti derivati

Lo strumento derivato assolve ad almeno tre funzioni fondamentali. Innanzitutto si configura come strumento per la protezione dei rischi; infatti, acquistando il derivato si immunizza il proprio portafoglio da variazioni avverse della variabile da cui ci si vuole coprire. In secondo luogo, il derivato fornisce informazioni riguardo le aspettative del mercato circa l'evoluzione futura del sottostante. Da ultimo, contribuisce ad aumentare la liquidità dei mercati ed a diminuire il costo delle transazioni permettendo una migliore distribuzione delle risorse.

Anche le autorità di vigilanza, quali la Banca d'Italia e la FED, hanno evidenziato il ruolo fondamentale dei derivati come strumento di tutela della stabilità dei mercati finanziari poiché contribuiscono a redistribuire il rischio in modo più efficace.

*“Despite the world financial trauma, ... there is as yet no evidence of an overall slowdown in the pre-crisis derivative growth rates. The reason ... is that these new financial instruments are an increasingly important vehicle for unbundling risks. These instruments enhance the ability to differentiate risk and allocate it to those investors most able or willing to take it”.*

(Alan Greenspan, Marzo 1999)

*“Derivatives have permitted financial risks to be unbundled in ways that have facilitated both their measurement and management. Because risks can be unbundled, individual financial instruments can now be analyzed in terms of their common underlying risk factors, and risks can be managed on a portfolio basis ... . As a result, not only have individual financial institutions become less vulnerable, but also the financial system as a whole has become more resilient”.*

(Alan Greenspan, Ottobre 2004)

I principali problemi legati ai prodotti derivati sono riconducibili innanzitutto all'effetto leva che costituisce il tratto distintivo di questi strumenti, ma al tempo stesso, se utilizzato per costruire posizioni altamente speculative, può avere ripercussioni negative sulla stabilità dei mercati finanziari

A ciò si aggiungono le problematiche legate alle procedure di back office, alla gestione del rischio, al loro trattamento contabile, al grado di trasparenza nel bilancio, all'adeguatezza patrimoniale degli intermediari e ai rapporti negoziali e di tutela degli investitori.

Ciò che si è osservato in Italia negli ultimi anni è stato un forte aumento delle vendite di tali prodotti all'imprenditoria media e piccola, che ha generato problemi sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta.

Per quanto concerne le banche, la vendita di prodotti derivati alle imprese dovrebbe essere dettata da necessità di hedging in modo tale da rispettare la massima coerenza tra la copertura stessa e l'operazione sottostante e al tempo stesso incorporare un effetto leva contenuto.

Anche dal lato della domanda delle imprese si rende necessaria la definizione di un adeguato business plan finalizzato all'identificazione dei fattori di rischio sottostanti l'attività e alla selezione di una strategia di copertura appropriata.

Alla base della diffusione di una moderna cultura del rischio vi è dunque il dialogo tra intermediari e imprese finalizzato ad instaurare un rapporto trasparente e collaborativo.

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

Accenture  
Aletti Montano & Co.  
Asset Banca S.p.A.  
Associazione Nazionale Banche Private  
Associazione Nazionale per le Banche Popolari  
Assogestioni  
Banca Agricola Popolare di Ragusa  
Banca Aletti & C. S.p.A.  
Banca Antoniana - Popolare Veneta  
Banca di Bologna  
Banca della Campania S.p.A.  
Banca Carige S.p.A.  
Banca Carime S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Tortona S.p.A.  
Banca Centrale della Repubblica di San Marino  
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.  
Banca Esperia S.p.A.  
Banca Fideuram S.p.A.  
Banca del Fucino  
Banca Generali S.p.A.  
Banca di Imola S.p.A.  
Banca Intesa S.p.A.  
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.  
Banca di Legnano S.p.A.  
Banca Leonardo S.p.A.  
Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.  
Banca Lombarda Private Investment S.p.A.  
Banca delle Marche S.p.A.  
Banca MB 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 Partner 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 S.p.A.  
Banca Popolare di Cividale  
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.  
Banca Popolare di Cremona S.p.A.  
Banca Popolare dell'Emilia Romagna  
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio  
Banca Popolare di Intra  
Banca Popolare Italiana  
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 S.p.A.  
Banca Popolare di Sondrio  
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.  
Banca Popolare di Todi S.p.A.  
Banca Popolare Valconca  
Banca Popolare di Vicenza  
Banca Regionale Europea S.p.A.  
Banca di Roma S.p.A.  
Banca di San Marino  
Banca di Sassari S.p.A.  
Banca Sella S.p.A.  
Banca del Titano S.p.A.  
Banca di Valle Camonica S.p.A.  
Banche Popolari Unite  
Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A.  
Banco di Desio e della Brianza  
Banco di Lucca S.p.A.  
Banco Popolare di Verona e Novara  
Banco di San Giorgio S.p.A.  
Banco di Sardegna S.p.A.  
Bipop-Carire S.p.A.  
Caboto S.p.A.  
Capitalia S.p.A.  
Carichieti S.p.A.  
Carifano S.p.A.  
Carifermo S.p.A.  
Cassa Lombarda 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 Brà S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana 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 Padova e Rovigo 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 Venezia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.  
Cedacri S.p.A.  
Centrale dei Bilanci  
Centrobanca S.p.A.  
Credito Artigiano S.p.A.  
Credito Bergamasco S.p.A.  
Credito Emiliano S.p.A.  
Credito di Romagna S.p.A.  
Credito Siciliano S.p.A.  
Credito Valtellinese  
Deutsche Bank S.p.A.  
Euro Commercial Bank S.p.A.

Farbanca S.p.A.  
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo  
Federcasse  
Findomestic Banca S.p.A.  
Friulcasse S.p.A.  
Interbanca S.p.A.  
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane  
MCC S.p.A.  
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.  
Meliorbanca S.p.A.  
Rasbank S.p.A.  
Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A.  
Sanpaolo IMI S.p.A.  
SIA S.p.A.  
UGC Banca S.p.A.  
Unibanca S.p.A.  
Unicredit Banca S.p.A.  
Unicredit Banca Mediocredito S.p.A.  
Unicredito Italiano S.p.A.  
Veneto Banca

*Amici dell'Associazione*

Arca SGR S.p.A.  
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno  
Borsa Italiana S.p.A.  
Centro Factoring S.p.A.  
Finsibi S.p.A.  
Kpmg S.p.A.  
Intesa Casse del Centro  
Monte Titoli  
Sofid S.p.A.  
Tesi

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

**A stampa**

LA RIFORMA STRALCIO DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E LA PICCOLA RIFORMA DELLA BORSA VALORI, Ed. Vita e Pensiero, 1975.

IL MARKETING BANCARIO, a cura di E.T. Brioschi, Ed. Vita e Pensiero, 1977.

MONETA E POLITICA MONETARIA IN ITALIA, a cura di P. Ranci, Ed. Vita e Pensiero, 1977.

LE OPERAZIONI BANCARIE, a cura di G. B. Portale, Ed. Giuffrè 1978.

I TITOLI DI CREDITO, a cura di G.L. Pellizzi, Ed. Giuffrè, 1980.

LA RESPONSABILITÀ PENALE DELL'OPERATORE BANCARIO, a cura di M. Romano, Ed. Il Mulino, 1980.

ANALISI DELLE SERIE STORICHE, a cura di L. Santamaria, Ed. Il Mulino, 1981.

CONGIUNTURA E POLITICA MONETARIA, a cura di G. vaciago, Ed. Il Mulino, 1981.

RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE, E NUOVI STRUMENTI DI RICORSO AL MERCATO, a cura di Giuseppe B. Portale, Ed. Giuffrè, 1983.

STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Balossino, G. Di Stefano, A. Fusconi, P. Genoni, Ed. Franco Angeli, 1983.

ORGANIZZAZIONE ED EFFICIENZA NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Fusconi, Ed. Franco Angeli, 1985

LA LEGGE 216 DIECI ANNI DOPO: ASPETTI SOCIETARI, a cura di G.E. Colombo, F. Cesarini, Ed. Giuffrè, 1985.

CRISI DI IMPRESA E AMMINISTRAZIONE CONTROLLATA, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, A. Provasoli, B. Quattraro, 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.

IL PROJECT FINANCING COME STRUMENTO DI REALIZZAZIONE DI OPERE PUBBLICHE, a cura di S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 2002.

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

- N. 131 **«PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE CONSOB - BANCA D'ITALIA»**  
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994
- N. 132 **«LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI »**  
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994
- N. 133 **«DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»**  
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995
- N. 134 **«LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÀ BANCARIA»**  
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995
- N. 135 **«LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»**  
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995
- N. 136 **«REDDITIVITÀ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RICORSO AL MERCATO»**  
V. Conti, B. Bianchi, M. Venturino, 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 NEURALGICI 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. Hamau - 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. Vaciago - 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
- N. 197 **«LA REGOLAMENTAZIONE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO»**  
G. D'Agostino - A. Iulicucci - luglio 2002
- N. 198 **«I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ BANCARIA»**  
F. Panetta - V. De Bustis - F. Innocenzi - luglio 2002
- N. 199 **«LA GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»**  
E. Paolillo - C. Costamagna - S. Theodore - luglio 2002
- N. 200 **«I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»**  
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 **“L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”**  
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 **“PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”**  
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 **“I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”**  
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 **“PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”**  
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 **“I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”**  
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003

- N. 206 **“IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”**  
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 **“ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE  
NEL CREDITO E NELLA FINANZA”**  
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 **“STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO  
A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”**  
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 **“BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA  
RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”**  
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 **“LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA  
DEL RISPARMIATORE”**  
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 **“L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”**  
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 **“EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA  
SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”**  
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE  
NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO  
DELL'UNIONE EUROPEA”**  
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004
- N. 214 **“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE:  
EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**  
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**  
L. Ornaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**  
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**  
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E  
LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**  
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE:  
STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**  
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**  
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005

N. 221

**“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**

M. Perini - E. Piol - luglio 2005

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: [assbb@bpci.it](mailto:assbb@bpci.it)

Finito di stampare Luglio 2005