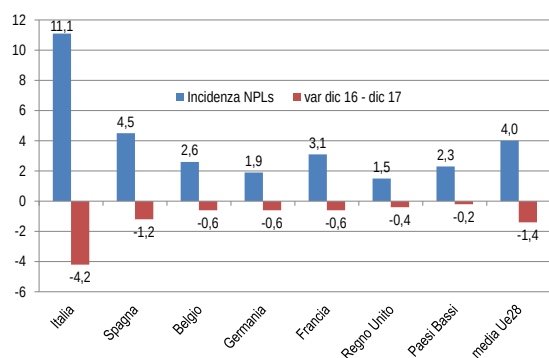
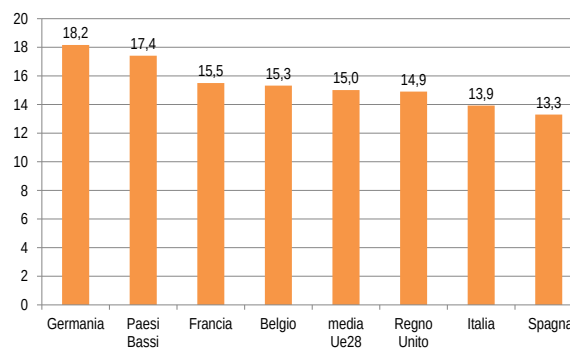


Incidenza % dei prestiti deteriorati nel portafoglio delle principali banche europee



Fonte: Eba

La leva finanziaria delle principali banche europee (rapporto tra totale attivo e capitale, fine 2017)



Fonte: Eba

Il sistema bancario europeo progredisce sulla strada del suo rilancio, un processo che tuttavia non appare ancora concluso. Il RoE conseguito nel 2017 è più elevato di quello dell'anno precedente ma per la quasi totalità degli operatori ancora lontano dal remunerare adeguatamente il capitale impiegato. Per cause diverse, in questi anni sono divenute rare tanto le **operazioni di aggregazione** domestica quanto quelle *cross-border*, queste ultime in misura più intensa.

Il salto di qualità di cui sembra aver bisogno il circuito finanziario europeo può derivare dalla combinazione di due trend. Il primo è quello del ridimensionamento e razionalizzazione del sistema bancario; il secondo è quello dello **sviluppo di modalità di finanziamento diverse dal credito bancario**. Se lo sviluppo del primo trend non può dirsi certo impetuoso, decisamente deboli sono i progressi nello sviluppo del secondo. La realizzazione dell'Action Plan for a Capital Market Union è cominciata ma procede lentamente, circostanza che rende poco probabile il rispetto della scadenza prevista (fine 2019) per il conseguimento degli obiettivi prefissati.

n. 19

18 maggio 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Il circuito finanziario europeo alla ricerca di un nuovo assetto

S. Carletti  silvano.carletti@bnlmail.com

Il sistema bancario europeo progredisce sulla strada del suo rilancio, un processo che tuttavia non appare ancora concluso. Il RoE conseguito in media nel 2017 è più elevato di quello dell'anno precedente ma per la quasi totalità degli operatori ancora lontano dal remunerare adeguatamente il capitale impiegato.

All'indomani della crisi del 2008-09 in molti ipotizzarono un'intensificazione delle operazioni di fusione e acquisizione. Si immaginava, cioè, una replica di quanto avvenuto tra la metà degli anni Novanta e l'inizio di questo secolo. L'ipotesi non ha trovato conferma. Per cause diverse, a mancare sono tanto le operazioni di aggregazione domestica quanto quelle *cross-border*, queste ultime in misura più intensa.

Oltre ai noti casi di Grecia, Cipro e Portogallo, tra le situazioni meno brillanti nello scenario europeo spicca ancora il caso tedesco: se si escludesse la Germania il RoE medio delle banche europee aumenterebbe in misura non trascurabile. In una condizione di fragilità si trovano molte delle istituzioni bancarie al vertice del sistema.

Il salto di qualità di cui sembra aver bisogno il circuito finanziario europeo può derivare dalla combinazione di due trend. Il primo è quello del ridimensionamento e razionalizzazione del sistema bancario; il secondo è quello dello sviluppo di modalità di finanziamento diverse dal credito bancario. Se lo sviluppo del primo trend non può dirsi certo impetuoso, decisamente deboli sono i progressi nello sviluppo del secondo. La realizzazione dell'Action Plan for a Capital Market Union è cominciata ma procede lentamente, circostanza che rende poco probabile il rispetto della scadenza prevista (fine 2019) per il conseguimento degli obiettivi prefissati.

Il sistema bancario europeo ha chiuso il 2017 compiendo un ulteriore passo in avanti sulla strada del suo rilancio, un processo che tuttavia non appare ancora concluso¹. Rispetto all'anno precedente, il risultato appare in media più che raddoppiato ma due terzi di questo progresso sono riferibili a componenti straordinarie. Il RoE (Return on Equity) al netto di queste componenti si posiziona poco al di sotto del 7%, 1,7 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente.

La dinamica dei proventi operativi è risultata complessivamente debole per il contenuto apporto fornito dall'attività di intermediazione creditizia e dal portafoglio titoli. Per quanto riguarda il rendimento ricavato dalle attività fruttifere la rilevazione EBA mette in evidenza che se da un lato la fase di discesa sembra esaurita, dall'altro lato ci si posiziona sui livelli minimi del triennio (a 1,48%). L'andamento delle commissioni e il consuntivo dell'attività di trading hanno offerto una contenuta compensazione ma tendenzialmente solo alle banche di dimensioni maggiori e in prevalenza appartenenti ai tre principali paesi Ue (Francia, Regno Unito e Germania). Le 11 banche italiane considerate dall'EBA si distinguono nel panorama europeo per il significativo apporto

¹ L'aggiornamento sull'andamento del sistema bancario europeo è basato su informazioni tratte da EBR (Rapporto ABI sul mercato bancario europeo, marzo 2018) e da EBA (Risk Dashboard data as of Q4 2017). Entrambi i documenti fanno riferimento alle 100-200 banche maggiori.



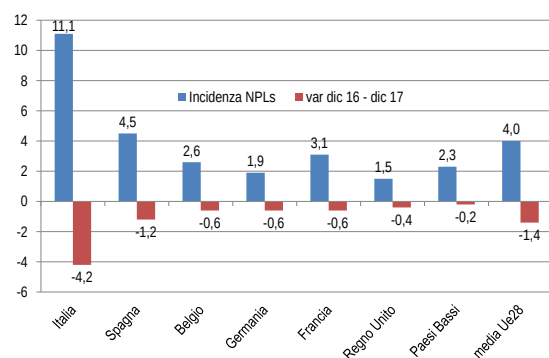
dei redditi da commissione (35% circa del margine d'intermediazione a fronte di una media europea del 28%) e, viceversa, per il trascurabile contributo dei ricavi da trading (4% circa rispetto ad una media europea di 8,5% e ad un dato francese superiore al 15%).

La qualità del portafoglio prestiti ha registrato nel contempo un apprezzabile miglioramento, prevalentemente attribuibile alla dinamica del numeratore (ammontare dei finanziamenti irregolari). Secondo i dati EBA, infatti, una crescita del portafoglio prestiti europeo di circa il 3% si è combinata con una riduzione dei prestiti irregolari del 18%. Alla flessione di questo secondo aggregato partecipano tutti i paesi Ue ma decisivi sono i contributi di Italia (quasi 40% della contrazione totale) e Spagna (16%).

Il rafforzamento patrimoniale sollecitato dalla crisi del 2008-09 può considerarsi in gran parte completato. Nelle statistiche EBA, il CET1 *ratio* nella versione *fully loaded* risulta a fine 2017 pari in media al 14,6%. Al miglioramento del rapporto (era all'11,5% a fine 2014) hanno contribuito in misura importante sia la crescita del numeratore (Core Equity Tier 1 capital) sia la riduzione del denominatore (esposizione a rischio). Il 25% delle banche che si trova nella condizione meno favorevole ha un valore del rapporto (in media) superiore al 13%; nessuna banca è al di sotto dell'11%; gli istituti collocati nella parte alta della distribuzione si posizionano (in media) al 20%. Tra i sette paesi al di sotto del valore medio figura anche l'Italia che però propone un rapporto di leva finanziaria (leverage ratio, rapporto tra totale attivo e patrimonio) più prudente di quanto in media riscontrabile nel resto della Ue (13,9 volte rispetto ad una media europea di 15, con la Germania al di sopra di quota 18).

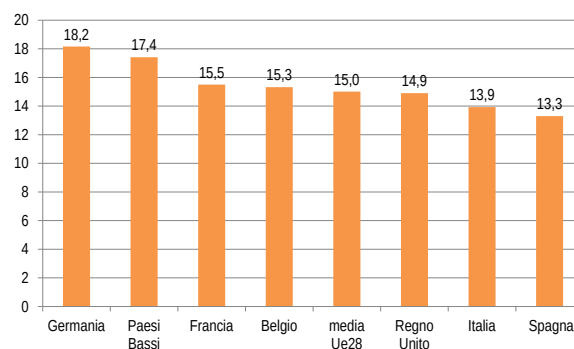
La dinamica della crisi del 2008-09 ha in più casi sottolineato che la stabilità degli intermediari creditizi dipende in misura rilevante anche dal rapporto tra i finanziamenti concessi a famiglie e imprese e i depositi raccolti da questo stesso tipo di clientela. L'acquisizione di un più prudente equilibrio tra i due aggregati è ancora incompleto. Il dato medio raggiunto comincia ad essere accettabile (117% a fine 2017) ma è espressione di un campo di variazione decisamente troppo ampio: il quarto degli istituti nella condizione più delicata evidenzia (in media) un rapporto del 175% (192% a fine 2014).

Incidenza % dei prestiti deteriorati nel portafoglio delle principali banche europee



Fonte: Eba

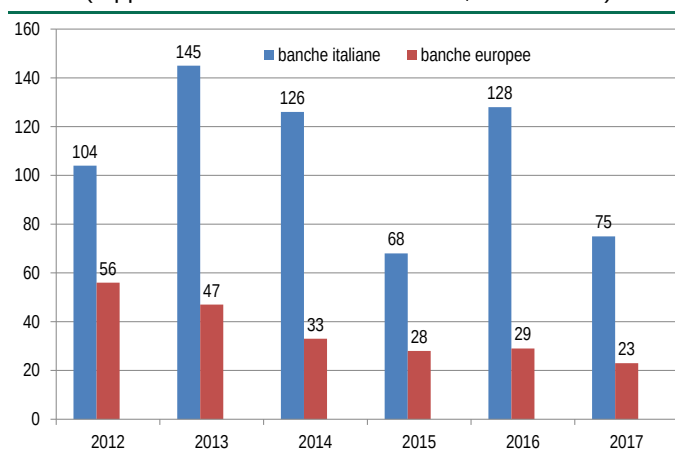
La leva finanziaria delle principali banche europee (rapporto tra totale attivo e capitale, fine 2017)



Fonte: Eba



Costo del rischio totale
(rapporto tra rettifiche e totale attivo, in centesimi)



Fonte: EBR: III Rapporto ABI sul mercato bancario europeo, marzo 2018

Poche le operazioni di fusione e acquisizione

All'indomani della crisi del 2008-09 è apparso evidente che il circuito bancario europeo avrebbe dovuto affrontare un impegnativo processo di ristrutturazione, un processo che secondo molti osservatori si sarebbe realizzato anche con un'intensificazione delle operazioni di fusione e acquisizione. Si immaginava, cioè, una replica di quanto avvenuto tra la metà degli anni novanta e l'inizio di questo secolo.

È di fatto avvenuto il contrario. Dopo il 2008 è decisamente diminuito in Europa sia il numero che il valore delle operazioni di M&A. Dalla lettura dei dati emerge che a mancare sono tanto le operazioni di aggregazione domestica quanto quelle *cross-border*, queste ultime in misura più intensa. L'ultima acquisizione transfrontaliera di un certo rilievo realizzata in Europa è stata quella completata (2015) dal gruppo spagnolo Banco de Sabadell (esborso di £1,7 mld) nei confronti dell'inglese TSB (630 sportelli, 4,6 mln di clienti, totale attivo di £ 28 mld); se si restringe l'analisi alla sola area euro per trovare acquisizioni *cross-border* di importo pari ad almeno €500 mln bisogna risalire al 2011.

La moneta unica, la creazione di un passaporto finanziario europeo² e più recentemente i progressi dell'Unione bancaria non si sono rivelati argomento sufficiente per uno sviluppo di queste operazioni. A questi progressi si è contrapposta una crescente incertezza sotto il profilo strategico ed il permanere nel contesto europeo di una elevata eterogeneità sotto molti profili, a cominciare da quelli fiscale e legale.

La rarefazione delle operazioni di aggregazione sia domestiche che transfrontaliere può essere anche ricondotta alla percezione in molti paesi di un significativo eccesso di offerta del settore bancario (*overbanking*) che non troverebbe la sua fisiologica soluzione nell'uscita dal mercato delle banche in condizioni precarie. Ripetutamente le autorità europee hanno sottolineato che il permanere di questa situazione rende più

² Nel diritto dell'Unione europea, con l'espressione "passaporto europeo" si indica il sistema in base al quale, in settori armonizzati, le imprese di uno Stato possono prestare i loro servizi in un altro Stato membro oppure stabilirvisi sulla base della mera autorizzazione dell'autorità competente dello Stato d'origine ("home country control principle"). Il "passaporto europeo" è già stato sperimentato in settori quali quello bancario e assicurativo e nel mercato mobiliare con la direttiva c.d. "UCITS IV".

difficile il raggiungimento di un adeguato livello di redditività per gli operatori bancari in sana condizione. La messa a punto del Single Resolution Mechanism sembra favorire questo processo di ordinata razionalizzazione. In effetti, lo scorso anno sono state completate alcune importanti operazioni di aggregazione in Spagna (Banco Popular) e Italia (Banche venete) miranti alla sistemazione di situazioni di crisi non più reversibile.

Il caso tedesco

Pur essendo il migliore dell'ultima decade, il consuntivo reddituale delle banche europee si conferma nel 2017 ancora inferiore al costo stimato del capitale³. Tra le banche oggetto delle rilevazioni Eba sono solo poco più di un decimo quelle che riescono ad ottenere un RoE a due cifre e che quindi sfuggono questo problema.

L'Italia è ancora lontana da questa condizione. Nel 2017 gli istituti di credito del nostro Paese hanno conseguito in media un RoE del 7%, sostenuto anche da componenti straordinarie. Al netto di questo contributo, il ROE sarebbe stato sensibilmente inferiore (4,1%), comunque ben superiore a quello dell'anno precedente (-5,7%). Pur in miglioramento, la situazione rimane ancora fragile come evidenziato da alcuni parametri: il valore mediano della distribuzione è pari al 2,5% e per un quarto degli intermediari il ROE è inferiore all'1%.

Il progresso conseguito nel 2017 si deve in misura importante alla migliorata congiuntura economica che, tra le altre cose, ha favorito una significativa diminuzione del costo del rischio. Su questo terreno la flessione rilevabile in media per le banche italiane è decisamente ampia (secondo EBR, da 133 a 75 centesimi) ma ancora insufficiente ad allineare il nostro Paese alla realtà europea (23 centesimi nel 2017)⁴.

Oltre ai noti casi di Grecia, Cipro e Portogallo, tra le situazioni decisamente meno brillanti nello scenario europeo spicca ancora il caso tedesco: se si escludesse la Germania il RoE medio calcolato dall'Eba per le banche europee aumenterebbe in misura non trascurabile (da 6,2% a 6,9%).

Il circuito bancario tedesco presenta evidenti fragilità soprattutto tra gli operatori posti al suo vertice. A fronte di un attivo aggregato prossimo a €2.700 mld i 6 gruppi maggiori hanno conseguito nel 2017 un utile netto di poche centinaia di milioni di euro (€ 908 mln), correggendo ma solo in misura limitata il negativo risultato dell'anno precedente (-€2.100 mln). A sottolineare la modesta dimensione di questo risultato è anche la considerazione del favorevole scenario nazionale, circostanza che da tempo limita la formazione dei prestiti irregolari (al di sotto del 2% del portafoglio totale a fine 2017).

In questi anni il sistema bancario tedesco ha vissuto un intenso processo di ridimensionamento a cominciare ovviamente dai suoi operatori maggiori (rispetto al 2008 il totale delle loro attività ponderate per il rischio risulta ridotto del 36%). Il risanamento richiesto dalla crisi del 2008-09 è avvenuto sempre per linee interne. Nel contesto tedesco di questa ultima decade l'unica fuoriuscita dal perimetro pubblico è quella di HSH Nordbank, un gruppo di medie dimensioni (attivo di circa €70 mld),

³ Secondo un'elaborazione della Banca d'Italia (Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2/2017), il costo del capitale era (novembre 2017) pari all'8,6% per (31) grandi banche europee quotate e all'11,5% per (3) importanti banche italiane. Nel periodo più recente (Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2018) il costo medio del capitale di rischio delle principali banche italiane è diminuito a circa il 9%, con una riduzione del divario con gli altri principali intermediari europei a poco più di un punto percentuale (quattro punti all'inizio del 2017).

⁴ L'elaborazione dell'EBR ha come riferimento il totale dell'attivo, quindi non solo il portafoglio prestiti ma anche il portafoglio titoli e le altre attività.

recentemente acquisito da un *pool* di fondi d'investimento statunitensi dopo essere stato liberato dalle esposizioni deteriorate in essere verso il settore navale.

In un recente rapporto della Banca centrale tedesca si segnala il determinarsi di una condizione di rischio legata al mutamento che si prefigura in un futuro ravvicinato sul terreno dei tassi d'interesse. Per limitare le ripercussioni reddituali determinatesi dal prevalere di rendimenti finanziari modesti o anche negativi, nel recente passato molte banche hanno fortemente incrementato gli impieghi a tasso fisso a fronte di una raccolta nel cui ambito, al contrario, è fortemente cresciuto il contributo delle passività a più breve termine. Questa tendenza è riscontrabile in molti paesi ma in Germania assume toni decisamente intensi: secondo il documento predisposto dalla Bundesbank, infatti, gli impieghi con durata oltre i 5 anni superano l'80% del totale degli impieghi nel caso delle casse di risparmio e delle banche cooperative mentre si fermano al 47% quando si considerano le banche commerciali; parallelamente, per le prime (istituti generalmente di ridotta dimensione) le passività a vista oggi rappresentano il 60% circa della raccolta totale (36% nel 2007). Le casse di risparmio e le banche cooperative sono circa 1.450 istituti cui è attribuibile orientativamente un quarto dell'attivo totale del sistema bancario tedesco; il margine d'interesse contribuisce per quasi l'80% al totale dei loro ricavi; il loro punto di forza è stata finora la capacità di raccolta resa possibile dalla capillarità della rete distributiva (più di 2 sportelli su 3 sono da loro controllati).

Una Capital Market Union ancora lontana

Il salto di qualità di cui sembra aver bisogno il circuito finanziario europeo può derivare dalla combinazione di due trend. Il primo è quello della razionalizzazione (e inevitabilmente ridimensionamento) del sistema bancario; il secondo è quello dello sviluppo di modalità di finanziamento diverse dal credito bancario.

Per quanto riguarda il primo processo di trasformazione ci si trova in una fase intermedia. Dal 2008 il numero degli operatori bancari si è ridotto di circa un quarto, una flessione di circa 1.700 unità che lascia però il totale al di sopra di 5mila. Su base consolidata la flessione è di proporzioni appena inferiori (-21%) con un totale di 2.290 istituzioni. La selezione, ovviamente, ha riguardato soprattutto gli operatori di minore dimensione. I circa 120 gruppi europei di significativo rilievo, che hanno beneficiato di aiuti pubblici per uscire da una condizione di pre-insolvenza conseguenza della crisi del 2008-09 hanno dovuto sottoporsi ad un severo processo di ridimensionamento. Il totale attivo del sistema bancario europeo che nel 2012 era pari al 320% del Pil ha subito successivamente un contenuto ridimensionamento (-60 punti percentuali). Per confronto, lo stesso rapporto negli Stati Uniti si posiziona al di sotto del 90%.

Se lo sviluppo del primo trend non può dirsi certo impetuoso, decisamente deboli sono i progressi nello sviluppo dei canali finanziari non bancari. Una recente ricerca⁵ ha messo a confronto lo spessore del mercato finanziario europeo e di quello degli Stati Uniti avendo come riferimento il finanziamento delle imprese. A questo fine ha costruito un indicatore che aggrega la dimensione di 24 comparti finanziari (dal credito bancario alle imprese al mercato dei *corporate bond* a quello azionario, ai fondi pensioni, al settore assicurativo, all'attività di *private equity*, al completamento di IPOs, etc), rapportando poi al Pil del Paese/area il valore così ottenuto. Posto pari a 100 il dato

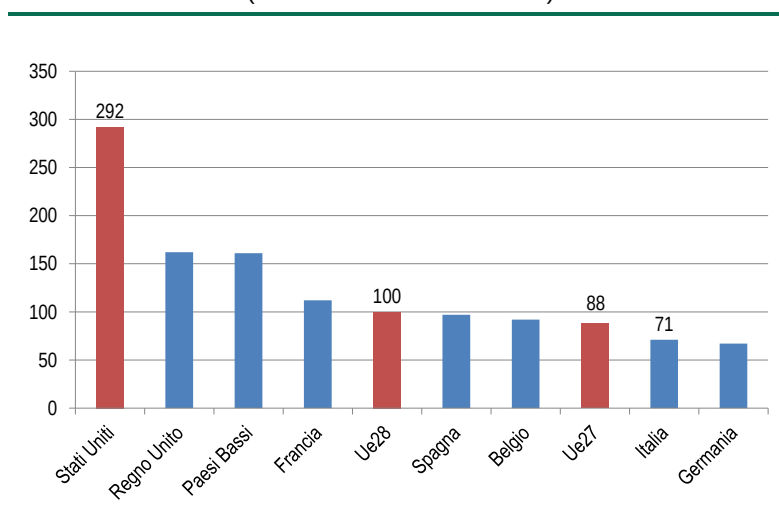
⁵ W. Wright – P. Asimakopoulou (NewFinancial), A decade of change in European capital markets. Analysis of the size and depth of capital markets in the EU – and the potential growth opportunity in future, febbraio 2018. Il parametro utilizzato è la media dell'incidenza sul Pil nel triennio 2014-16; il confronto con il passato assume come riferimento il triennio 2004-06.

della Ue28 nel triennio 2014-16, gli Stati Uniti si posizionano a 292. Considerando quanto prima indicato a proposito del circuito bancario (rispetto al Pil, in Europa circa tre volte quanto riscontrabile negli Stati Uniti) risulta assolutamente evidente il sottodimensionamento dei canali finanziari non bancari in Europa. Ancora più modesto (appena 88) il consuntivo se si assume come riferimento la Ue27 (cioè Regno Unito escluso).

Muovendo da un comparto all'altro l'esito del confronto varia sensibilmente. Se si considera, ad esempio, la frequenza delle operazioni di nuova quotazione di media-piccola dimensione (fino a \$100 mln) il dato statunitense è appena superiore a quello medio europeo. Al contrario, nel caso del *venture capital* il dato degli Stati Uniti è circa 12 volte quello della Ue28 (0,35% del Pil vs 0,03%), con anche i migliori tra i paesi europei (Finlandia, Irlanda, Svezia) molto lontani (tutti allo 0,05%) dal dato statunitense.

Spessore del mercato finanziario

(media 2014-16 Ue28 = 100)



Fonte: W. Wright – P. Asimakopoulou (NewFinancial), A decade of change in European capital markets. Analysis of the size and depth of capital markets in the EU – and the potential growth opportunity in future, febbraio 2018

Nb: Ue27= Ue28 con esclusione del Regno Unito

A rendere divergenti i due circuiti finanziari sono ovviamente soprattutto i comparti di maggiore dimensione, quali ad esempio quello obbligazionario o quello delle assicurazioni e dei fondi pensione. Nel primo caso, in termini di emissioni il dato europeo è pari a circa il 60% di quello statunitense, una quota che scende ulteriormente (49%) se si considerano i soli *high-yield bonds*. Il dato medio europeo sintetizza peraltro una realtà molto diversificata (in tutti i sottocomparti e ancor più per i titoli a più alto rischio, il dato mediano della distribuzione è appena al di sopra del 20%). Se si guarda al settore delle assicurazioni e dei fondi pensione l'esito del confronto non è molto diverso: il dato statunitense è più del doppio di quello della Ue27 (181% del Pil rispetto a 83%) con metà dei paesi europei che non supera il 32%; se la Francia è al 112%, la Spagna è al 40%, l'Italia al 49%, la Germania al 65%.

L'indicazione più importante che emerge da questa analisi è che rispetto alla situazione pre-crisi 2008-09 la distanza tra la realtà europea e quella statunitense risulta

aumentata. Il “vantaggio” degli Stati Uniti sembra destinato ad accrescersi ulteriormente con il passaggio dallo scenario attuale (cioè Ue28) a quello post-Brexit (Ue27).

Di questo ritardo l'Europa è da tempo consapevole. L'obiettivo da raggiungere non è quello di eguagliare i parametri del mercato finanziario statunitense: la riduzione anche solo di metà della distanza tra la realtà statunitense e quella europea comporta nei principali comparti crescite di molti trilioni di dollari (oltre \$8 trn nel caso del risparmio gestito, \$ 6 trn circa sia per il mercato azionario che per quello delle assicurazioni/fondi pensione, \$1,5 trn per i *corporate bond*, etc). L'obiettivo da perseguire è quello di ridurre il carattere bancocentrico del sistema europeo migliorando l'articolazione delle modalità di finanziamento delle imprese (in particolare quelle di minore dimensione) e delle infrastrutture.

Per facilitare la circolazione dei capitali nell'intero continente è necessario eliminare la segmentazione imposta dalle normative nazionali. Nel febbraio 2015 la Commissione Europea ha pubblicato un *Green Paper* declinando in modo più preciso gli interventi necessari per conseguire questo tipo di sviluppi. Il documento ha costituito la base per un'ampia consultazione al termine della quale la Commissione ha definito un piano d'azione (Action Plan for a Capital Market Union), pubblicato alla fine di settembre 2015, con l'obiettivo di rendere possibile la costituzione di un vero mercato unico dei capitali nella Ue28 entro la fine del 2019.

La realizzazione del piano è cominciata ma ad un ritmo lento che rende (ad oggi) poco probabile il rispetto della scadenza prevista. Secondo alcuni osservatori, si tratta di un esito non inaspettato a causa di alcune debolezze d'origine⁶ che si possono così riassumere: la filosofia del piano è quella di procedere in modo molto graduale e poco ambizioso, con un impegno tendenzialmente concentrato sulla semplificazione e armonizzazione delle regole esistenti; oltre che dalla fragilità politica europea, questa filosofia in realtà è anche dettata dalla consapevolezza che la realizzazione del progetto si scontra con problematiche molto rilevanti, come ad esempio la diversità delle leggi fallimentari e in genere degli ordinamenti giuridici, e sistemi fiscali e contabili non pienamente compatibili; queste difficoltà sono accentuate dalla mancanza di un attore unico responsabile del progetto che svolga un ruolo simile a quello della Bce nel caso dell'Unione Bancaria (l'impegno della Commissione Europea nello sviluppo del piano è indebolito dal fatto che le competenze coinvolte sono molto disperse tra vari attori istituzionali).

Alcuni risultati sono stati comunque conseguiti. Tra essi da segnalare le novità che riguardano le cartolarizzazioni, per le quali si auspica un rilancio dopo il forte arretramento del mercato nel periodo post crisi 2008-09. Nel maggio dello scorso anno, infatti, il Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo politico su due importanti proposte legislative⁷ in materia (regolamento sulla cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS); modifica al regolamento sui requisiti patrimoniali delle banche)⁸.

⁶ Cfr. L. Codogno, Capital Market Union: una sintesi del processo, punti critici e prospettive, 13 aprile 2016, <https://www.finriskalert.it/?p=3537>

⁷ Cfr. <http://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/securitisation/>

⁸ E' opportuno ricordare che nella normativa comunitaria esiste una profonda differenza tra regolamento e direttiva. Il regolamento è un atto legislativo vincolante e deve essere applicato in tutti i suoi elementi nell'intera Ue. La direttiva, invece, è un atto legislativo che stabilisce un obiettivo che tutti i paesi dell'UE devono realizzare; spetta, però, ai singoli paesi definire attraverso disposizioni nazionali come tali obiettivi vadano raggiunti.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

