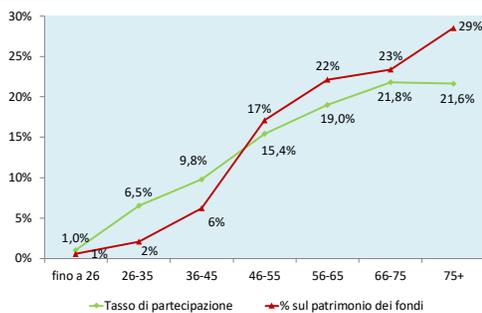


Fondi comuni: sottoscrittori per classe di età

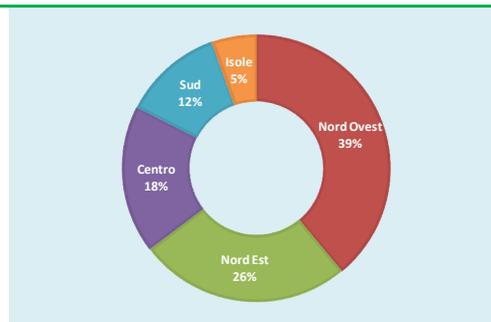
(2018; % su popolazione residente e % detenuta sul patrimonio totale dei fondi comuni italiani)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fondi comuni: ripartizione dei sottoscrittori per area geografica

(quote % sul totale)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

A marzo 2019 il **patrimonio complessivo dei fondi comuni** ha raggiunto 1.072 mld di euro, un valore più che raddoppiato negli ultimi sei anni. A fine 2018 i sottoscrittori ammontavano a 7,2 mln, un valore a metà tra il minimo del 2012 (5,4 mln) e il massimo raggiunto nel 2003 (9,7 mln). L'età media dell'investitore in fondi è salita a 60 anni. Complessivamente il 52% del patrimonio è detenuto da investitori con un'età superiore ai 66 anni, solo il 9% è detenuto da sottoscrittori con età inferiore ai 45 anni.

L'investimento medio ammonta a 28mila euro e la distribuzione del patrimonio dei fondi evidenzia un'elevata concentrazione dei sottoscrittori con maggiori dotazioni patrimoniali. Resta stabile nel tempo la distribuzione geografica. Circa il 65% dei sottoscrittori risiede nel Nord Italia, il 18% nelle regioni del Centro, il 12% nel Sud e il 5% nelle isole.

Nell'ultimo biennio all'incremento dei sottoscrittori di fondi comuni ha contribuito **il lancio sul mercato dei fondi Pir**. A partire dalla fine del 2018 la raccolta ha perso dinamismo in attesa delle nuove norme, recentemente introdotte, che hanno vincolato i Pir a investire una quota del portafoglio in strumenti finanziari emessi da Pmi italiane e in fondi di Venture capital. Tale vincolo di fatto ha reso maggiormente rischioso l'investimento in questi strumenti. I riflessi sul mercato potranno essere valutati nei prossimi mesi.

n. 19

11 giugno 2019

Fondi comuni e Pir: un ritratto degli investitori

S. Ambrosetti  stefano.ambrosetti@bnlmail.com

A marzo 2019 il patrimonio complessivo dei fondi comuni aperti e chiusi ammontava a 1.072 mld di euro, un valore di poco superiore a quello registrato a fine 2018, anno in cui si è registrata la prima contrazione delle attività gestite dopo sei anni di crescita costante. A partire dal 2012 la distensione delle condizioni sui mercati e le azioni intraprese dal lato dell'offerta hanno portato ad una crescita considerevole del patrimonio, più che raddoppiato in poco più di sei anni.

Negli ultimi quindici anni notevoli cambiamenti hanno caratterizzato il mercato anche dal lato della domanda. A fine 2018 i sottoscrittori ammontavano a 7,2 mln, un valore a metà tra il minimo del 2012 (5,4 mln) e il massimo raggiunto nel 2003 (9,7 mln). Il tasso di partecipazione dopo un picco registrato nel 2003, quando su 100 persone residenti in Italia ben 17 detenevano un investimento in fondi, a fine 2012 si era dimezzato. I progressi compiuti dal mercato hanno portato ad un progressivo recupero del tasso di partecipazione che a fine 2018 ha raggiunto il 12%.

Nel 2018 l'età media dell'investitore in fondi è salita a 60 anni dai 51 anni di media del 2002 per effetto di una minor partecipazione degli individui più giovani e di una maggiore di quelli più anziani. Complessivamente il 52% del patrimonio è detenuto da investitori con un'età superiore ai 66 anni, mentre solo il 9% è detenuto da sottoscrittori con età inferiore ai 45 anni.

L'investimento medio ammonta a 28mila euro e la distribuzione del patrimonio dei fondi evidenzia un'elevata concentrazione dei sottoscrittori con maggiori dotazioni patrimoniali. Il primo 10% di individui per importo investito detiene quasi la metà del patrimonio complessivo. Resta invece piuttosto stabile nel tempo la distribuzione geografica. Circa il 65% dei sottoscrittori risiede nel Nord Italia, il 18% nelle regioni del Centro, il 12% nel Sud e il 5% nelle isole.

Nell'ultimo biennio all'incremento dei sottoscrittori di fondi comuni ha contribuito il lancio sul mercato dei fondi Pir cui hanno aderito più di 880 mila risparmiatori. Le incertezze legate al cambiamento della normativa e ai nuovi possibili vincoli di portafoglio hanno disincentivato, già a partire dagli ultimi mesi dello scorso anno, la sottoscrizione di questi prodotti. Nel primo trimestre del 2019 la raccolta si è bloccata. A marzo 2019 il patrimonio gestito ammontava a 18,8 mld di euro, un valore comunque superiore alle iniziali attese governative. I decreti attuativi delle norme introdotte dalla legge di bilancio sono stati pubblicati lo scorso maggio e hanno vincolato i Pir a investire una quota del portafoglio in strumenti finanziari emessi da Pmi italiane e in fondi di Venture capital. Tale vincolo di fatto ha reso maggiormente rischioso l'investimento in questi strumenti. Gli effetti sul mercato potranno essere valutati nei prossimi mesi.

L'industria italiana dei fondi comuni negli ultimi quindici anni ha affrontato numerose riflessioni e operato interventi anche di tipo normativo per rilanciare una forma di investimento che nel tempo aveva saputo ritagliarsi una posizione di rilievo nelle scelte di investimento dei risparmiatori italiani.

A una fase di notevole sviluppo sperimentata tra il 2003 e il 2006, caratterizzata da sostenuti tassi annui di crescita del patrimonio, ha fatto seguito una contrazione delle

masse gestite in concomitanza con l'inizio della crisi finanziaria. Il calo dei corsi azionari e le turbolenze sui mercati da un lato e il venir meno della fiducia dei risparmiatori dall'altro hanno portato a un crollo della raccolta (-140 mld di euro nel solo 2008) e a una drastica contrazione del mercato. A fine 2009 il patrimonio gestito si era ridotto a un valore di poco superiore ai 400 mld di euro.

La distensione delle condizioni sui mercati e le azioni intraprese dal lato dell'offerta hanno cominciato a dare buoni frutti solo a partire dal 2012. In poco più di 6 anni il patrimonio ha superato i 1.000 mld di euro dai 460 del 2011.

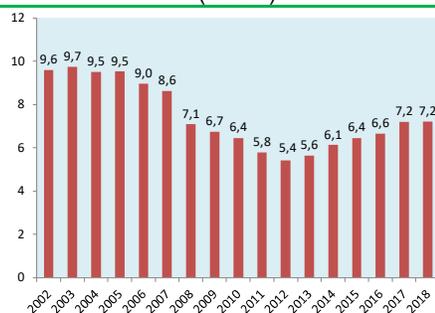
Il diverso contesto di mercato rispetto a quello prevalente negli anni della creazione e dello sviluppo dei fondi ha portato a un notevole ripensamento dei prodotti e dell'organizzazione stessa dell'industria. Le prospettive di rilancio non potevano prescindere dalla risoluzione di alcuni nodi: la ricerca di un rapporto maggiormente equilibrato tra costi e performance, l'importanza di una revisione del modello distributivo, l'esigenza di sanare situazioni di difformità sul piano regolamentare in ordine alla trasparenza e alla fiscalità di prodotti con analoghe caratteristiche.

A marzo 2019 il patrimonio complessivo dei fondi aperti e chiusi ammontava a 1.072 mld di euro, un valore di poco superiore a quello di fine 2018, anno in cui si è registrata la prima contrazione dopo sei anni di crescita costante. Rispetto al 2011, ultimo anno di flessione registrato dall'industria prima di quella dello scorso anno, il patrimonio è più che raddoppiato per effetto di una crescita media annua prossima ai 75 mld di euro.

La domanda di fondi: aumenta il patrimonio, si riducono i sottoscrittori

Il ripensamento dell'offerta ha dovuto tenere conto dei notevoli cambiamenti, che nel medesimo arco temporale hanno caratterizzato il mercato anche dal lato della domanda. Un recente rapporto di Assogestioni ha studiato l'evoluzione della domanda a partire dal 2002, fornendo un accurato profilo dell'investitore in fondi comuni italiani attraverso l'osservazione delle informazioni presenti nella banca dati dei sottoscrittori.

**Fondi comuni:
numero di sottoscrittori
(milioni)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

**Fondi comuni:
età media dei sottoscrittori
(anni)**



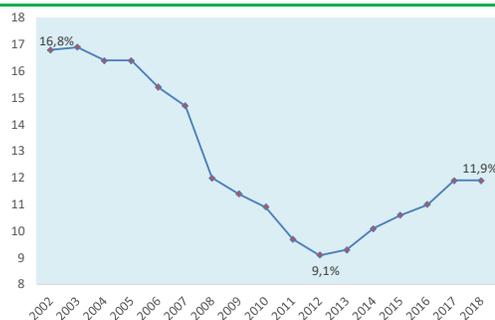
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Un primo elemento significativo nello studio della domanda è costituito dal tasso di partecipazione, dato dall'incidenza del numero dei sottoscrittori di fondi comuni sulla popolazione residente. Tra il 2002 e il 2013 questo valore si è quasi dimezzato. Il picco massimo è stato nel 2003 quando su 100 persone residenti in Italia ben 17 detenevano un investimento in fondi. A fine 2012 il numero risultava sceso a 9. I progressi compiuti

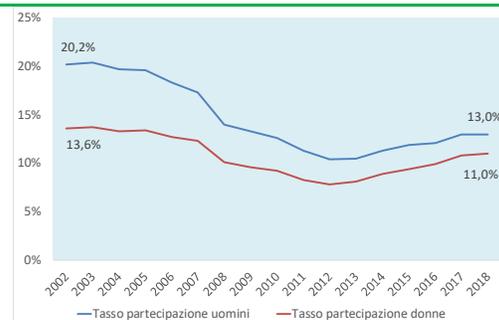
dal mercato hanno alimentato un progressivo recupero che ha portato ad un aumento del tasso di partecipazione, tornato al 12% a fine 2018.

Un'idea più precisa delle dinamiche in atto si ottiene esaminando in valori assoluti il numero dei sottoscrittori. Tra il 2002 e il 2005 il totale dei sottoscrittori aveva raggiunto i 9,5 milioni, per poi calare, parallelamente all'andamento negativo della raccolta netta, fino a portarsi a 5,4 milioni alla fine del 2012. A partire dal 2013 la ripresa dei volumi ha visto un parallelo incremento della platea dei sottoscrittori che a fine 2018 si è attestata a 7,2 mln. All'incremento dei sottoscrittori nel corso degli ultimi due anni ha contribuito il successo dei fondi Pir cui hanno aderito più di 880 mila risparmiatori (oltre 1 milione includendo i fondi di diritto estero). Pur avendo il mercato dei fondi comuni raggiunto uno stock superiore a 1.000 mld di euro, un valore ben superiore ai 650 mld di euro del 2005, il numero degli investitori è inferiore ancora di oltre due milioni.

Fondi comuni: tasso di partecipazione totale
(in % della popolazione)



Fondi comuni: tasso di partecipazione per genere
(in % della popolazione)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Alcune interessanti indicazioni emergono osservando le caratteristiche anagrafiche dei sottoscrittori. La ripartizione per genere mostra un riequilibrio tra i generi evidenziato dal progressivo calo del gap tra uomo e donna. Nel 2002 il 58% degli investitori erano uomini e il 42% donne, nel 2018 la proporzione è del 53% per gli uomini del 47% per le donne. Si sono ridotti invece per tutti e due i generi i tassi di partecipazione, per gli uomini il fenomeno è stato più accentuato. Nel 2002 il tasso di partecipazione maschile al mercato dei fondi si attestava al 20%, contro quasi il 14% di quello femminile, a fine 2018 quello maschile ha perso 7 punti percentuali arrivando al 13% a fronte di una flessione di poco più di 2 punti percentuali per quello femminile sceso all'11%.

L'investimento medio in fondi comuni ammonta a 28mila euro

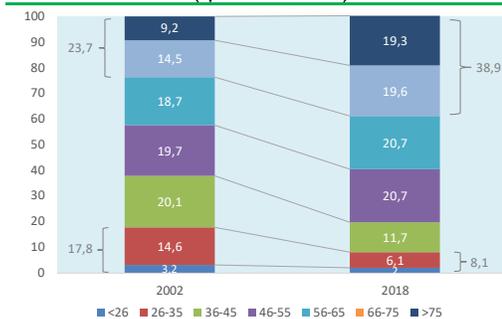
La distribuzione del patrimonio dei fondi evidenzia un'elevata concentrazione dei sottoscrittori con maggiori dotazioni patrimoniali. Il primo 10% di individui per importo investito detiene quasi la metà del patrimonio complessivo, mentre all'altro estremo della distribuzione, il primo 20% dei sottoscrittori di importi più modesti detiene uno stock del patrimonio totale inferiore all'1%.

Il peso dei sottoscrittori con stock patrimoniali più elevati emerge anche osservando la distribuzione degli investimenti. L'investimento medio (28mila euro) presenta un valore notevolmente superiore a quello mediano (13mila euro). Ordinando la distribuzione in modo crescente il primo quartile (il 25% dei sottoscrittori che investono importi meno

elevati) investe in media circa 1.700 euro, mentre l'ultimo quartile (il 25% che investe importi più elevati) in media detiene uno stock pari a 84mila euro. Nel complesso, tuttavia, il livello di concentrazione evidenziato nel mercato dei fondi comuni non presenta scostamenti significativi rispetto a quello relativo alla ricchezza netta delle famiglie italiane calcolato dalla Banca d'Italia.

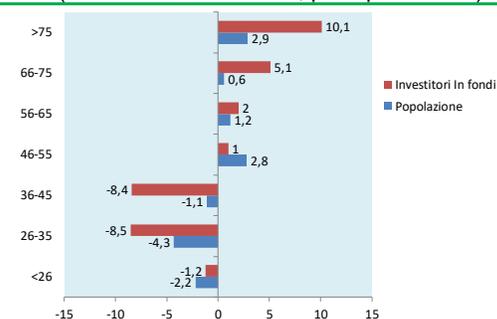
Diverso invece il confronto relativo al progressivo invecchiamento medio della platea dei sottoscrittori in fondi che evidenzia una dinamica più accentuata rispetto a quella della popolazione.

Fondi comuni: distribuzione dei sottoscrittori per classe di età
(quote% sul tot)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fondi comuni: variazione dei sottoscrittori per classi di età
(var. tra il 2002 e il 2018; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Nel 2018 l'età media dell'investitore in fondi è salita a 60 anni. Negli ultimi sedici anni si è assistito ad un notevole aumento dell'età media, cresciuta a un ritmo costante di sei mesi l'anno, che ha portato al valore attuale dai 51 anni di media del 2002. Questo spostamento in avanti dell'età media appare legato a una minor partecipazione degli individui più giovani e a una maggiore di quelli più anziani. Solo il 6,1% dei giovani italiani tra i 26 e i 35 anni investe in fondi, a fronte dell'11,7% appartenente alla fascia 36-45. Per tutte le fasce di età superiori il tasso di partecipazione oscilla tra il 19 e il 20%.

Oltre il 50% del patrimonio è detenuto dagli over-66

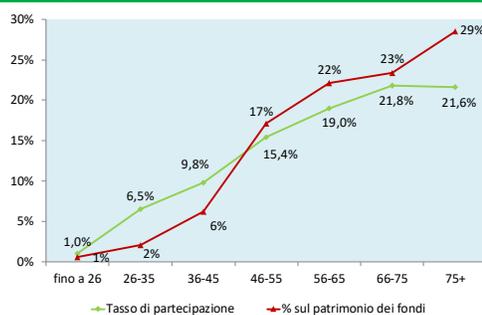
In parte l'aumento dell'età media degli investitori risente del più generale processo di invecchiamento della popolazione, tuttavia, la dinamica presenta valori più accentuati rispetto a quelli riferibili alla popolazione italiana. Un confronto tra la struttura della popolazione degli investitori in fondi e quella residente in Italia consente di evidenziare tale fenomeno.

Tra il 2002 e il 2018 nella popolazione italiana la classe di età 26-35 anni si è ridotta del 4,3% a fronte di una contrazione doppia degli investitori in fondi appartenenti a quella classe e pari all'8,5%. Ancora più accentuato il divario per la classe 36-45 anni per la quale si è registrata una flessione dell'1,1% a fronte di una contrazione dell'8,5% tra gli investitori. Le classi di età superiori mostrano un aumento del numero degli appartenenti positivo per entrambi, tuttavia per le due classi più anziane l'invecchiamento degli investitori risulta marcatamente più elevato. Nella classe oltre i 75 anni, a fronte di un incremento nel numero degli appartenenti pari al 2,9% per la popolazione, i sottoscrittori di fondi sono aumentati del 10%.

Di riflesso alla distribuzione della ricchezza finanziaria delle famiglie, maggiormente concentrata nelle classi di età più avanzate, anche nel sistema fondi all'aumentare dell'età anagrafica i sottoscrittori detengono quote crescenti di patrimonio. Complessivamente il 52% del patrimonio è detenuto da investitori con un'età superiore ai 66 anni, mentre solo il 9% è detenuto da sottoscrittori con età inferiore ai 45 anni. Agli estremi della distribuzione i risparmiatori fino a 35 anni detengono il 2,1% del patrimonio, gli over 75 il 28%.

Fondi comuni: sottoscrittori per classe di età

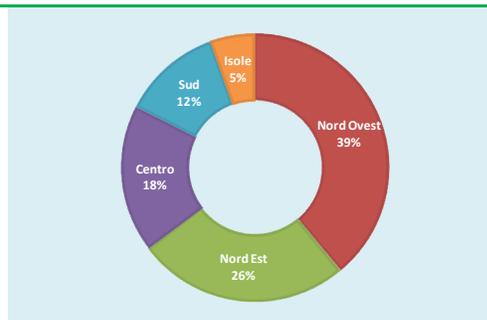
(2018; % su popolazione residente e % detenuta sul patrimonio totale dei fondi comuni italiani)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fondi comuni: ripartizione dei sottoscrittori per area geografica

(quote % sul totale)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

A fronte dei notevoli cambiamenti nella distribuzione dei partecipanti per età e per sesso registrati a partire dal 2002, rimane invece piuttosto stabile la ripartizione per area geografica degli investitori. Circa il 65% dei sottoscrittori risiede nel Nord Italia, il 18% nelle regioni del Centro, il 12% nel Sud e il 5% nelle isole. A livello locale tutte le regioni negli ultimi quindici anni hanno registrato una diminuzione notevole dei tassi di partecipazione al mercato dei fondi. Quelli più elevati si registrano in Emilia-Romagna, Lombardia, Piemonte e Liguria con valori compresi tra il 17 e il 20%. Nel Lazio il tasso di partecipazione scende al 7%, in Campania e Sicilia risulta inferiore al 6%.

La revisione della normativa e il mercato dei Pir

Nell'ultimo biennio all'incremento dei sottoscrittori di fondi comuni ha contribuito il lancio sul mercato dei fondi Pir. L'introduzione all'inizio del 2017 dei piani individuali di risparmio (Pir) ha favorito l'avvio di fondi di investimento specializzati nei mercati azionari e obbligazionari italiani. In virtù dei vincoli imposti dalla normativa, il 70% delle risorse gestite dai fondi Pir di diritto italiano è destinata ad essere investita in titoli di imprese non finanziarie residenti (a fronte di una media di circa il 2% per gli altri fondi) con l'obiettivo di aumentare la liquidità del mercato mobiliare italiano e favorire la quotazione di nuove imprese.

I fondi Pir di diritto italiano nel 2017 hanno contribuito in misura considerevole alla raccolta complessiva dei fondi aperti italiani, registrando, tuttavia, l'anno successivo un notevole calo delle sottoscrizioni nette, scese da oltre 10 mld di euro nel 2017 a 4 mld di euro nel 2018, pari comunque a oltre un terzo della raccolta totale del risparmio gestito registrata lo scorso anno. Per le banche la collocazione dei Pir ha avuto un peso ancora più rilevante. Complessivamente i Pir hanno costituito circa il 45% dei

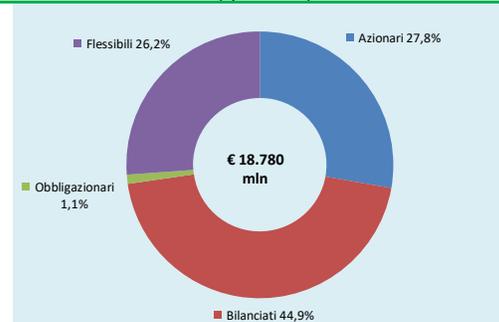
fondi comuni collocati alle famiglie dalle banche. Le incertezze legate al cambiamento della regolamentazione e ai nuovi possibili vincoli di portafoglio hanno disincentivato già a partire dagli ultimi mesi dello scorso anno la sottoscrizione di questi prodotti. Nel quarto trimestre del 2018 la raccolta netta è ulteriormente rallentata scendendo a 163 mln di euro. A marzo 2019, dopo soli due anni, il patrimonio gestito aveva raggiunto 18,8 mld di euro, un valore superiore alle iniziali attese governative che prevedevano il raggiungimento dei 18 mld di euro in un arco temporale di cinque anni.

**Fondi aperti Pir compliant:
raccolta netta**
(mln di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

**Fondi aperti Pir compliant:
distribuzione del patrimonio**
(quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Questo slancio superiore alle attese si è tuttavia arrestato. A partire dallo scorso mese di gennaio, in attesa dell'attuazione delle modifiche alla normativa introdotte con l'ultima legge di bilancio, i prodotti non sono più stati collocati e si sono registrati dei riscatti, anche se in misura contenuta per effetto della normativa fiscale che incentiva i sottoscrittori a detenere le quote per un periodo minimo di cinque anni.

Le novità introdotte dalla legge di bilancio per il 2019, nell'ambito di un programma di iniziative per lo sviluppo delle Pmi, puntavano a modificare la normativa sui Pir vincolando tali fondi a investire una quota del portafoglio in strumenti finanziari emessi da Pmi italiane e in fondi di Venture capital.

Il decreto di attuazione, pubblicato lo scorso maggio ha confermato le principali caratteristiche dei Pir di "nuova generazione" che erano state delineate nella Legge di bilancio. I nuovi criteri di allocazione del portafoglio prevedono che almeno il 70% del patrimonio dei nuovi Pir debba essere investito in strumenti finanziari anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione emessi o stipulati con imprese residenti in Italia. Viene inoltre chiarito che:

- a) il 5% di tale quota deve a sua volta essere investito in strumenti finanziari emessi da Pmi non quotate, residenti nel territorio dello stato, che non hanno ricevuto aiuti di stato per importi superiori a 15 milioni di euro, che non hanno operato in alcun mercato, o che vi operino da meno di sette anni dalla prima vendita commerciale¹.
- b) un ulteriore 5% di tale quota dovrà essere investito in quote o azioni di fondi per il Venture capital residenti nel territorio dello stato.

¹ La normativa prevede poi ulteriori requisiti da parte delle Pmi. In particolare che necessitino di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato, per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50% del suo fatturato medio annuo negli ultimi 5 anni.

Secondo la normativa spetterà ai Pir compiere la verifica sulle Pmi target al momento dell'investimento iniziale, assicurandosi che non abbiano operato in alcun mercato oppure che abbiano operato da meno di 7 anni.

Il cambio di regolamentazione certamente avrà degli effetti sul mercato dal momento che i nuovi Pir, investendo su fondi di Venture capital e in Pmi quotate su Aim, presentano un più elevato livello di rischio rispetto ai Pir di vecchia emissione. Per lasciare spazio ad eventuali azioni di correzione il decreto di attuazione prevede che, decorsi sei mesi dalla data di pubblicazione, verrà effettuata una valutazione degli effetti prodotti sul mercato dalla nuova disciplina in termini di raccolta e numero di negoziazioni. In particolare saranno da valutare gli effetti sui piccoli investitori che si sono avvicinati ai Pir non associando questo strumento ad investimenti rischiosi.

Recentemente la Banca d'Italia ha evidenziato come i vincoli imposti dalla nuova normativa potrebbero alterare il profilo di rischio di questi strumenti. I Pir sono caratterizzati da un basso grado di liquidità, anche per effetto delle dimensioni contenute dei mercati dei titoli emessi dalle imprese di minore dimensione. I dati di mercato evidenziano infatti come:

a) a fine 2018 all'Alternative Investment Market (AIM) di Borsa italiana risultavano quotati poco più di 60 titoli emessi da Pmi italiane non finanziarie, con una capitalizzazione complessiva di circa 3 miliardi di euro. Lo scorso anno quasi la metà di questi titoli non ha registrato scambi per almeno un quarto dei giorni di contrattazione.

b) in Italia operano inoltre poco più di 30 fondi di Venture capital di diritto italiano con un patrimonio complessivo di circa 500 milioni e solo una parte di essi presenta caratteristiche in linea con i requisiti della nuova normativa sui Pir.

Se da un lato la nuova disciplina mira a favorire l'emissione di titoli da parte delle imprese di minore dimensione e la diversificazione delle loro fonti di finanziamento, dall'altro tali norme aumentano il profilo di rischio di uno strumento principalmente rivolto alle famiglie. Inoltre in caso di tensioni sui mercati e/o in presenza di forte volatilità, qualora i sottoscrittori decidessero di liquidare l'investimento prima del tempo rinunciando al beneficio fiscale, la vendita di attività in mercati poco liquidi aumenterebbe il rischio che i fondi possano registrare delle perdite. Lo spessore ridotto di questo mercato e la volontà di limitare i rischi hanno fatto sì che, al di fuori dei Pir, gli investimenti dei fondi aperti italiani in titoli di Pmi italiane e in fondi di Venture capital risultino attualmente pressoché nulli.

Naturalmente le nuove disposizioni non troveranno applicazione per i Pir immessi sul mercato e sottoscritti nel 2017 e 2018, che potranno continuare ad essere alimentati secondo le disposizioni vigenti in sede di sottoscrizione.

Dal lato della domanda, analizzando il profilo degli investitori in Pir, emerge un ritratto non dissimile da quello già evidenziato per il più ampio bacino dei fondi comuni italiani. A fine 2018 il numero di sottoscrittori di fondi aperti Pir compliant superava le 880 mila unità. Il patrimonio mediamente detenuto ammontava a circa 12.200 euro, un valore che si colloca poco sotto la metà dell'importo massimo che è possibile investire in Pir ogni anno (30mila euro). I fondi Pir compliant vedono una più accentuata presenza di investitori uomini rispetto alle donne (56% contro 53% del campione no-Pir) e sono distribuiti sul territorio in modo pressoché analogo ai sottoscrittori di fondi comuni con una contenuta maggior concentrazione nelle regioni del Nord Est a scapito del Centro. In considerazione anche del vincolo di detenzione quinquennale, osservando la distribuzione per età si registra una minor frequenza nelle classi più elevate (14% sopra i 75 anni, contro il 20% del campione no-Pir).

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

