

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Marzo-Giugno 2018

2-3

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIV (NUOVA SERIE)

MARZO-GIUGNO 2018 N. 2-3

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO	Il rebus dell'inflazione.....	3
---------------	-------------------------------	---

Saggi

C. GUERELLO	Un modello previsionale	
P. MURÈ	per le sanzioni	
N. ROVO	bancarie	
M. SPALLONE	in Italia.....	7
E. ALLODI	Un'analisi economica	
C. CACCIAMANI	per la gestione	
E. GUARDIGLI	dei <i>non-performing loans</i>	43

Contributi

P. FANDELLA	Lo sviluppo dei Fondi in arte come opportunità di diversificazione del portafoglio di investimento	85
M. GIANNANTONIO	Nuova segnalazione delle esposizioni in sofferenza: implicazioni per il sistema bancario	117

Interventi

L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). Un anno di attività (<i>G. E. Barbuzzi</i>)	143
MIFID II: la tutela dell'investitore si basa sul rapporto relazionale ed etico (<i>J. Capobianco</i>)	161

Rubriche

Qualificazione professionale e profili operativi per il collegio sindacale in banca (<i>F. Minnetti</i>)	167
Il futuro del <i>private banking</i> in Italia (<i>Intervista a Fabio Candeli</i>)	185
I ritardi di pagamento della PA: analisi degli effetti del razionamento del credito alle aziende durante la crisi dei debiti sovrani 2011-2012 (<i>Crif Credit Solutions</i>)	191
Bankpedia: Microcredito all'impresa: profili normativi, operatori non bancari e vincoli all'accesso (<i>D. D'Angelo</i>).....	199

Recensioni

W. N. Goetzmann, <i>Denaro: come la finanza ha reso possibile la civiltà</i> (<i>L. Paliotta</i>)	213
--	-----

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di aprile 2018 presso Press Up, Roma

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione cartacea) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it
Gli articoli dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio tre copie della Rivista

Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: redazione@rivistabancaria.it

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione della Rivista. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE

EDITTRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa

Massimo, 29 - 00161 - Roma -

Fax +39 06 83700502

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

I RITARDI DI PAGAMENTO DELLA PA: ANALISI DEGLI EFFETTI DEL RAZIONAMENTO DEL CREDITO ALLE AZIENDE DURANTE LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI 2011-2012

CRIF CREDIT SOLUTIONS

Non sono soltanto i risparmiatori e i “Bot people” a finanziare il gigantesco debito pubblico della Repubblica Italiana. Un ruolo importante è svolto anche dai fornitori della Pubblica Amministrazione che finanziano lo Stato.

Nel 2012, al culmine della crisi del debito sovrano che aveva portato all'esplosione dello “spread” tra titoli di Stato Italiani e tedeschi, le imprese fornitrici della PA dovevano aspettare

più delle altre per riscuotere i propri crediti di fornitura. Negli ultimi anni, con le misure varate dal governo per ridurre i tempi di pagamento e smaltire l'arretrato, il divario si è sensibilmente ridotto. Tuttavia, le imprese che forniscono il settore pubblico continuano a dover tenere in bilancio più attività liquide per fronteggiare possibili ritardi del ciclo dei pagamenti, rinunciando a impieghi più produttivi e investimenti per rilanciare la produttività.

Il tema dei ritardi di pagamento della Pubblica Amministrazione (‘PA’) sta da tempo suscitando l’attenzione di molti soggetti: non solo quelli direttamente coinvolti in questa spirale di incassi/pagamenti tardivi, ma anche studiosi e policy maker che si interrogano sui reali effetti di questa prassi ormai consolidata (dove la PA detta di fatto i tempi del ciclo finanziario dei suoi fornitori e, a ca-

scata, le relazioni clienti/fornitori dell’intera catena del valore).

La situazione è molto più penalizzante per le imprese rispetto a quanto si osserva nei paesi a noi più vicini. Si pensi che in Finlandia un fornitore attende in media solo 4 giorni per essere pagato dalla PA, in Germania 10, in Francia 19, in Portogallo 70. In Italia l’attesa dura ben 90 giorni: solo la Grecia ha una situazione peg-

giore (100 giorni) a causa della nota situazione di dissesto finanziario.

Le cause di queste lungaggini nei pagamenti dei debiti verso fornitori possono essere individuate in diversi fattori: inefficienze interne, problemi di liquidità, disallineamento tra entrate e uscite, effetti del Patto di stabilità interno e le cause civili tra PA e suoi fornitori.

Il tema è stato analizzato da CRIF insieme al professor Andrea Resti dell'Università Bocconi e al dottor Cesare Romano. Lo studio si è giovato dei database e degli strumenti di analisi di CRIF, che dispone di tutti i bilanci societari delle imprese italiane e di un "repository" dei fornitori della PA redatto sulla base delle infor-

mative diffuse da quest'ultima.

Nel corso degli ultimi anni la situazione è indubbiamente migliorata e, se si paragonano le rilevazioni relative al 2010 rispetto a quelle del 2017, quando si sono attestati al 21,8%, il confronto mette in mostra una crescita di oltre 12 punti percentuali del numero delle aziende della PA che pagano puntualmente i propri fornitori; in altre parole si passa dal 22 al 40 per cento. Va però sottolineato come, al contempo, sia aumentata l'incidenza dei ritardi gravi, che nel 2017 arrivavano a rappresentare quasi un quarto del totale, con impatti estremamente seri sulla stabilità economico-finanziaria delle imprese fornitrici.

Gli impatti durante la crisi del debito sovrano

Al fine di valutare gli scompensi a livello di sistema derivanti da questa prassi, con un effetto domino che va a coinvolgere l'intera filiera visto che le imprese coinvolte a loro volta tendono a pagare in ritardo i propri fornitori, è stata prodotta un'analisi puntuale prendendo a riferimento, in particolare, uno dei periodi più bui dell'economia italiana: la crisi del debito sovrano del 2011-2012.

In tale arco di tempo, la sfiducia dei grandi investitori internazionali verso i titoli di Stato italiani ha avuto principalmente due conseguenze: le difficoltà del Tesoro sul mercato primario hanno indotto la PA a uti-

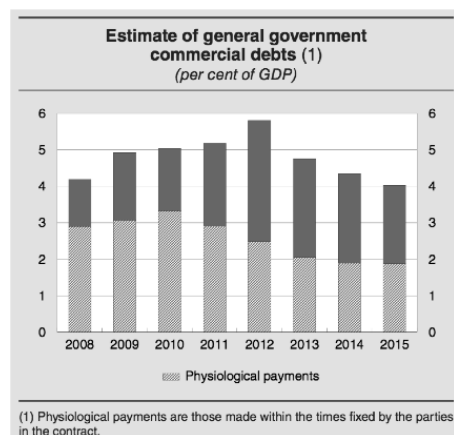
lizzare in misura crescente i ritardi nei pagamenti delle forniture come "polmone" finanziario (v. grafico1); il calo dei prezzi dei BTP in portafoglio alle banche ha indotto le autorità di vigilanza europee a richiedere al nostro sistema creditizio un più elevato quoziente tra mezzi propri e impieghi, ottenuto anche riducendo quest'ultimo aggregato, cioè "razionando" il credito alle imprese e/o praticando tassi più elevati. La recessione d'altronde ha determinato un aumento dei fallimenti e delle posizioni a default: dal 2007 al 2012 il tasso di sofferenza è infatti passato dal 4,5% al 12,3%.

L'utilizzo del debito di fornitura come "buffer" finanziario da parte della PA discende anche dalla definizione di debito pubblico utilizzata fino al 2012 a fini di verifica degli accordi di Maastricht su debito e disavanzo statale. Fino al 2012, infatti, i debiti verso fornitori non erano inclusi in tale definizione, così che la PA aveva convenienza a finanziarsi allungando le scadenze di pagamento piuttosto che emettendo titoli.

A partire dal 2013, peraltro, il Governo ha varato una serie di misure volte a ridurre i ritardi nei pagamenti e a "sbloccare" un significativo quantitativo di pagamenti arretrati. In particolare sono stati destinati a questo scopo 40 miliardi nel 2013, saliti a 50 nel 2014, che hanno ridotto in modo consistente lo stock di debito della PA. Si stima che tale immissione di liquidità nel sistema produttivo abbia avuto un effetto moltiplicativo su tutta l'economia (con un beneficio variabile tra lo 0,2% del Pil nel 2013 e lo 0,7 nel 2014, sebbene la Banca d'Italia proponga stime più conservative). Ciò ha fatto sì che la "morsa" finanziaria sui fornitori della PA (stretti tra crediti di fornitura impagati e minori finanziamenti bancari) si sia in qualche misura allentata, riducendo lo svantaggio competitivo per questa

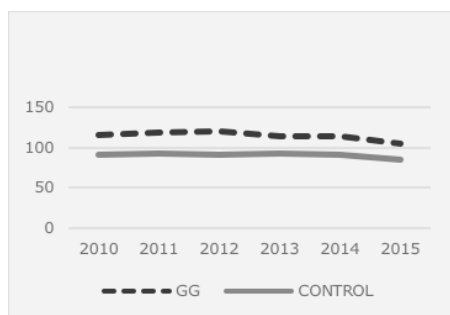
tipologia di imprese. Secondo le stime di Banca d'Italia, il debito commerciale della PA ammontava a circa il 5% del Pil negli anni 2010-2011, raggiungendo un picco del 6% nel 2012 (pari a €91 miliardi di debito), per poi progressivamente diminuire al 4% nel 2015.

Lo studio condotto sui dati CRIF considera sia la fase della crisi che gli anni successivi. In primo luogo verifica se, durante la crisi del debito sovrano, i fornitori della PA hanno sofferto di un doppio razionamento del credito, con le banche sempre più restie a prestare e la PA che imponeva tempi di pagamento sempre più svantaggiosi. Un meccanismo siffatto, peraltro, appare ancora più negativo in un paese come l'Italia, dove lo sviluppo del mercato dei capitali è limitato e le imprese si finanziano prevalentemente tramite il sistema bancario. In secondo luogo analizza i possibili benefici per i fornitori della PA delle misure di "smaltimento" del debito arretrato varate a partire dal 2013. L'analisi misura l'impatto di questi due fenomeni per diverse tipologie di imprese (articolate per aree territoriali, settori di attività e classi di fatturato).

Grafico 1

In particolare, lo studio considera le performance economico finanziarie di un campione di fornitori della PA (in inglese “General Government”, che diventa “GG” nei grafici), messi a confronto con un campione di controllo, costituito da imprese simili sul piano territoriale, settoriale e dimensionale, ma non fornitori della PA (“CONTROL” nei grafici). Vengono analizzati circa 15 mila bilanci di fornitori della PA, negli anni 2010-2015 (circa 2.500 bilanci l’anno), più altri 13 mila bilanci per il campione di controllo.

Attraverso approfondite tecniche statistiche e indicatori specifici, l’analisi mostra come in effetti i fornitori della PA abbiano subito un doppio razionamento: uno legato a politiche di offerta del credito particolarmente restrittive e l’altro legato alla mancata liquidità derivante da fatture non pagate.

Grafico 2 - DSO mediana

Uno degli indicatori più significativi è il Days Sales Outstanding (DSO, grafico 2) che stima i giorni trascorsi in media tra fatturazione e pagamento. L’analisi dei valori medi (“Median” nei grafici) mostra come le imprese che lavorano con la PA debbano aspettare 24 giorni in più per riscuotere i propri crediti rispetto alle altre imprese. Il divario diventa ancora più consistente negli anni 2011-2012, in corrispondenza della crisi dei debiti sovrani, e si riduce nel 2013 con soli 8 giorni di differenza, per scendere fino a 3 giorni nel 2015.

L’approfondimento di questo indicatore in termini di dimensione di impresa non evidenzia differenze importanti: i fornitori della PA, tanto piccoli quanto medio-grandi, sono soggetti alle stesse dilazioni di pagamento. Non è così per il campione di controllo, dove le grandi imprese mostrano termini di pagamento più ravvicinati (35 giorni in meno rispetto alle “piccole”), sintomo di un potere contrattuale maggiore rispetto

alle imprese più piccole. Dunque il potere contrattuale delle imprese più

grandi “non funziona” quando esse trattano con la PA.

Grafico 3a - Net working capital average

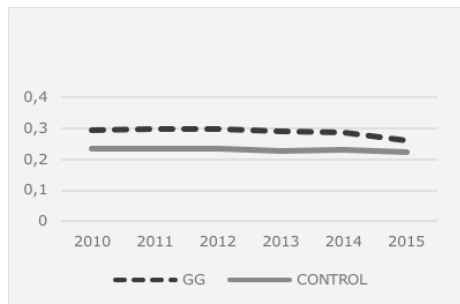
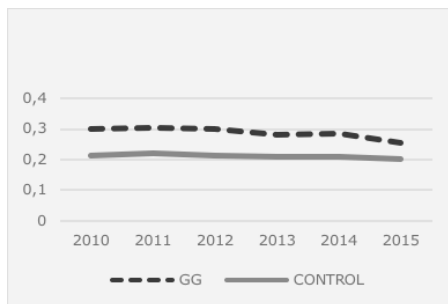


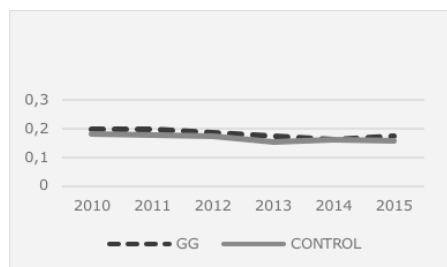
Grafico 3b - Net working capital mediana



Anche in termini di capitale circolante netto (CCN, grafici 3a, 3b), le imprese fornitrici della PA risultano svantaggiate. Questo indicatore di liquidità, che mostra l'efficienza di breve periodo delle imprese, risulta infatti peggiore per chi lavora con la PA. In termini di CCN sul totale attivo si nota un importante gap tra i fornitori della PA e le altre imprese. I fornitori della PA presentano un valore più elevato dell'indicatore in tutto il periodo 2010-2015, con un trend di progressiva convergenza. Questo è dovuto ad un decisivo calo del CCN solo per le imprese che lavorano con la PA, mentre nelle altre imprese questo indicatore rimane pressoché costante.

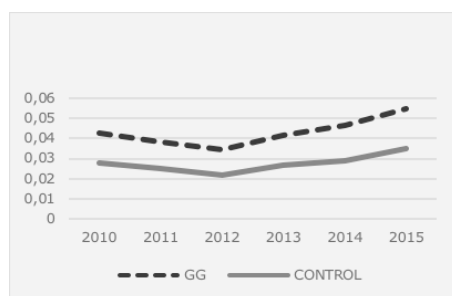
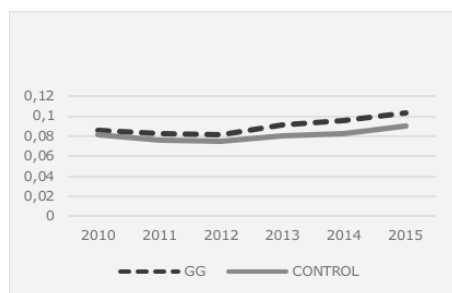
Osservando i valori mediani, la differenza tra i due cluster è progressivamente in calo. Ciò è probabilmente legato al miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese fornitrici della PA dopo il 2012. Comunque questa tipologia di imprese deve fisiologicamente sopportare un più elevato livello di CCN indipendentemente dalla dimensione e dal settore di appartenenza. Questo è dovuto ad un ammontare di crediti verso clienti (“accounts receivable” nella tabella qui sotto) costantemente più elevato, che non può essere compensato né da un uguale livello di debiti verso fornitori (“accounts payable”) né da una maggiore efficienza interna (“inventory and supplies”).

		Median Values					
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Accounts Receivable	GG	0,460	0,467	0,459	0,432	0,420	0,392
	CONTROL	0,308	0,312	0,307	0,289	0,285	0,274
Inventory and Supplies	GG	0,042	0,045	0,042	0,044	0,045	0,042
	CONTROL	0,051	0,048	0,043	0,038	0,034	0,035
Accounts Payable	GG	0,217	0,232	0,220	0,211	0,203	0,204
	CONTROL	0,214	0,215	0,208	0,196	0,193	0,179

Grafico 4 - Bank Loans mediana

Altrettanto interessante è osservare l'incidenza del debito bancario sul debito totale. Si nota infatti che le imprese che lavorano con la PA hanno maggiori debiti bancari: ciò riflette probabilmente un ciclo degli incassi più lento (come si è visto in precedenza), che richiede finanziamenti più elevati per sostenere l'attività di tipo corrente. Oltre a ciò, il maggior ricorso al credito bancario può discendere dalla possibilità di utilizzare come garanzia, per operazioni di anticipazione e sconto, le fatture inviate alla PA, tradizionalmente considerate a basso rischio (e perciò più appetibili) dal sistema bancario. Questo indicatore mostra una sen-

sibilità alla dimensione aziendale: le piccole imprese risultano infatti maggiormente penalizzate nell'accesso al credito bancario rispetto alle grandi.

Grafico 5a - Liquidity on Total Asset median**Grafico 5b** - Liquidity on Total Asset Average

Un ulteriore elemento di interesse è rappresentato dall'indice di liquidità: i fornitori della PA mostrano un rapporto sul totale attivo superiore alle altre imprese, probabilmente perché sono obbligati a tenere una maggiore riserva di liquidità per fare fronte a tempi di pagamento molto lunghi. Ma detenere liquidità anche a scopo precauzionale rappresenta un costo, perché significa non cogliere le opportunità di investimento, sia finanziarie che industriali, per il rilancio dell'attività d'impresa. In tal senso i fornitori della PA devono sostenere un 'costo opportunità' importante, al fine di presidiare il rischio di una crisi di liquidità dettata dallo scollamento tra incassi e pagamenti.

Se si declina l'analisi per settori, si nota come i fornitori della PA subiscano una minore pressione finanziaria se operano nel settore dei servizi (in particolare servizi pubblici e utilities). Ciò dipende probabilmente dall'importanza per la PA di alcuni servizi la cui interruzione genererebbe contraccolpi negativi sulla collettività. Per contro, le imprese agricole e manifatturiere che lavorano con la PA sono soggette a una pressione finanziaria piuttosto significativa, che si ripercuote anche sui livelli di investimento, risultati più bassi. Il settore delle costruzioni è invece caratterizzato da valori complessivamente critici degli indicatori analizzati, e ciò indipendentemente dal fatto che le imprese siano o meno fornitrici della PA, probabil-

mente per effetto di una crisi generalizzata del comparto.

Dal punto di vista territoriale, le imprese che operano nel centro-sud risultano svantaggiate rispetto a quelle del nord, perché maggiormente soggette a razionamento del credito e influenzate dalle prassi di pagamento di istituzioni pubbliche meno efficienti. Ne consegue che al sud i fornitori della PA sono soggetti a una pressione finanziaria ancora più elevata della media, e quindi costrette a detenere un più alto livello di liquidità, cui si contrappone un livello degli investimenti in asset produttivi maggiormente ridotto.

Nel complesso, dallo studio emerge inoltre come si siano dimostrati efficaci gli interventi correttivi da parte del Governo introdotti a partire dal 2013. Simili misure hanno comportato principalmente una riduzione dei termini di pagamento e del CCN, nonché un aumento della liquidità (cui dovrebbe seguire, nel lungo termine, un maggior investimento in attivi produttivi delle nuove risorse così acquisite, o almeno una riduzione della dipendenza dal debito bancario). Di fatto, nel breve periodo si assiste a un riequilibrio economico finanziario così intenso da ridurre fortemente le disparità di performance tra fornitori e non-fornitori della PA.

Malgrado questo riallineamento, tuttavia, le differenze rimangono anche dopo il 2013. Nonostante l'introduzione di nuove regole, le imprese che lavorano con la PA continuano

ad essere sfavorite, perché portate a investire di più sul CCN e meno su-
detenere una maggiore liquidità e a gli asset d'impresa.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2018

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI18	€ 50,00 causale: EII18	€ 130,00 causale: MBEII18
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE18	€ 75,00 causale: EIE18	€ 180,00 causale: MBEIE18
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW18	€ 30,00 causale: EIW18	€ 75,00 causale: MBEIW18

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

