

DETERIORAMENTO DEI CREDITI BANCARI E STRETTA CREDITIZIA STRATEGIE PER GLI ISTITUTI E PER I POLICY MAKER

25 GENNAIO 2012

Giovanni Viani

Sintesi dei messaggi

1 Ragioni della stretta creditizia

- **Fattori strutturali**

- Elevata dipendenza del nostro sistema imprese dal credito bancario
- Eccesso di impieghi all'economia rispetto alla raccolta da clientela nelle banche italiane, finanziato da estero
- Business creditizio con le imprese strutturalmente poco redditizio per le banche
- Qualità delle decisioni creditizie delle banche migliorabile

- **Fattori congiunturali**

- Deterioramento della qualità creditizia dei prenditori e conseguente impatto sul capitale disponibile per impieghi
- Contrazione del funding istituzionale/internazionale a causa del rischio sovrano italiano
- LTRO prevalentemente impiegato in sostituzione del funding internazionale e in titoli, per generare il cash flow necessario ai più elevati accantonamenti

Sintesi dei messaggi

2 Cosa può fare il sistema bancario

- Creare prodotti creditizi più efficienti nell'utilizzo di capitale e liquidità
- Separare l'offerta di credito da quella di liquidità
- Sviluppare linee d'intermediazione non bancaria
- Sviluppare migliori capacità di selezione e gestione del credito
- Creare unità specializzate nella gestione degli NPL

3 Cosa possono fare i policy maker

- Assumere “rischi di coda”, attraverso diversi sistemi di garanzia
- Favorire una maggior efficienza nei pagamenti tra imprese, per ridurre il fabbisogno di capitale circolante
- Agevolare ed incentivare lo sviluppo di mercati e strumenti di credito all'economia non bancari
- Supportare lo sviluppo di operatori specializzati nella gestione di NPL per alleggerire i bilanci e l'operatività delle banche
- Allineare il trattamento degli NPL agli standard europei

1.1 | Ragioni della stretta creditizia

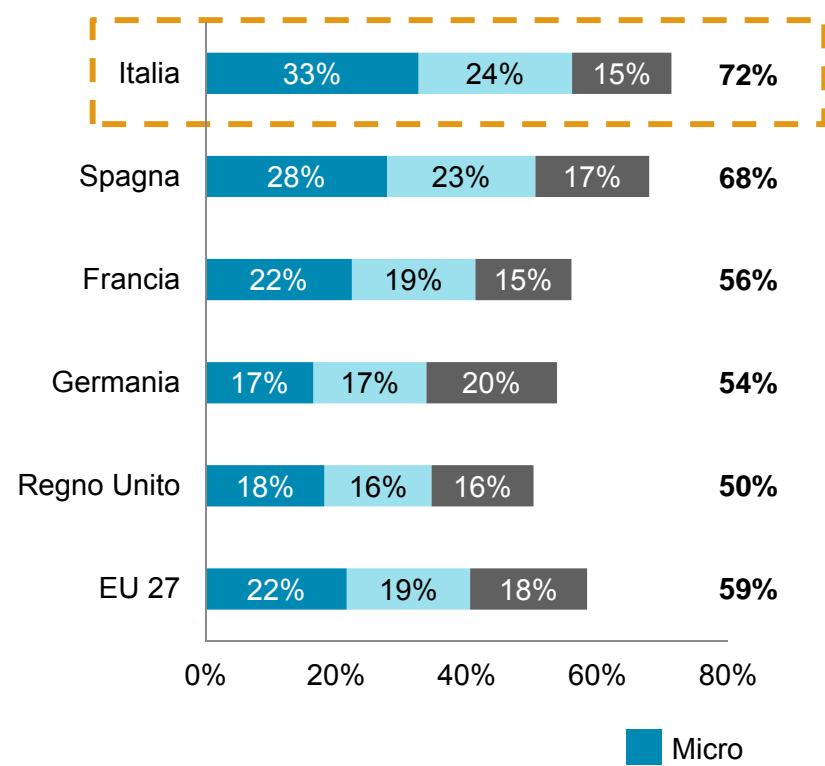
Fattori strutturali

In Italia le PMI hanno un peso sul tessuto industriale più rilevante rispetto agli altri paesi europei...

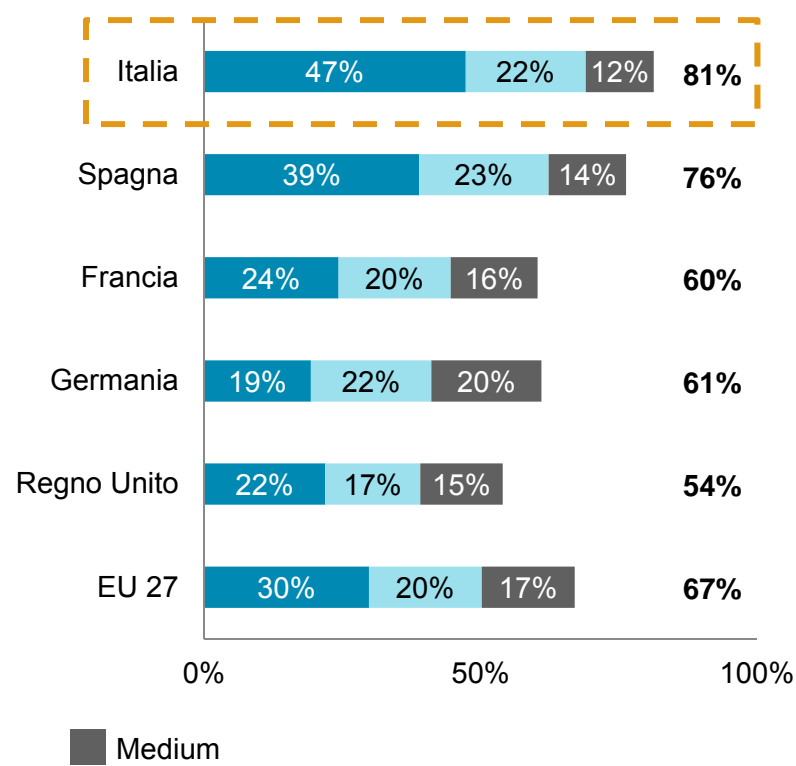
Confronti internazionali: contributo PMI al valore aggiunto e all'occupazione del settore privato

Stime Commissione Europea su dati Eurostat, 2011

Contributo al valore aggiunto

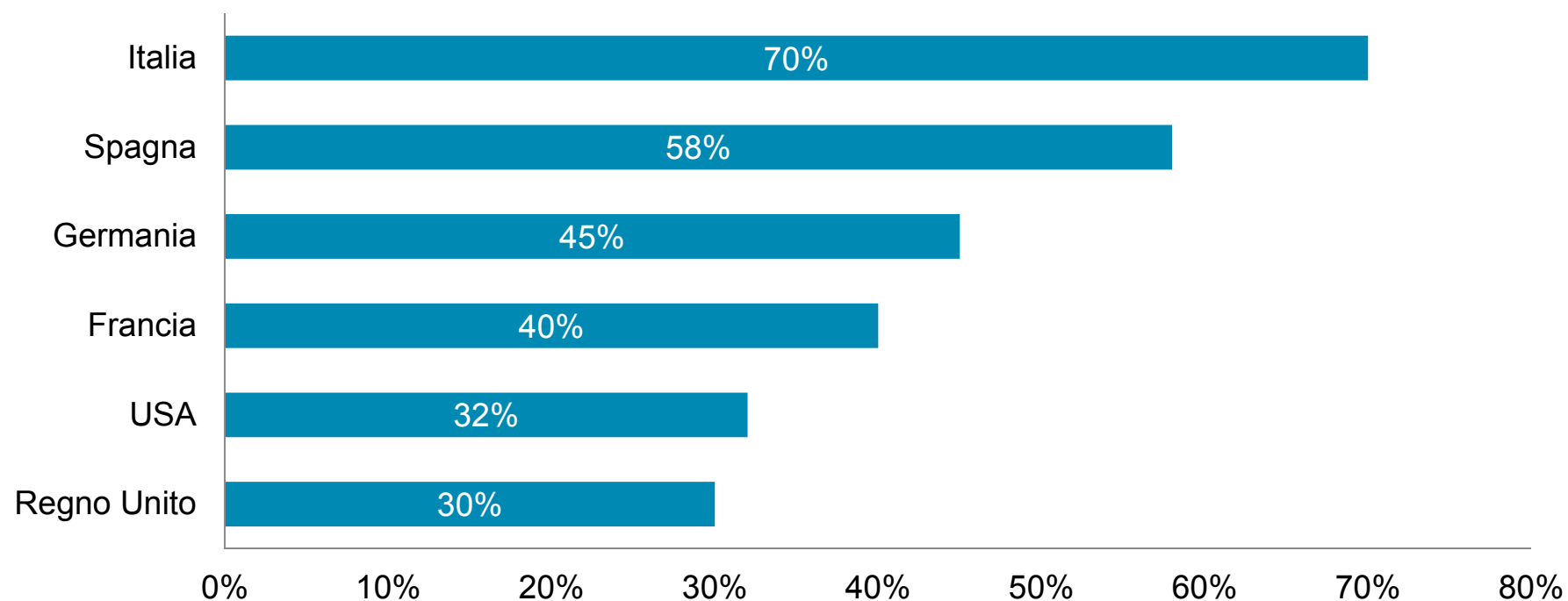


Contributo all'occupazione



...e fanno ricorso all'indebitamento bancario in misura superiore rispetto a quanto avviene negli altri paesi

Rapporto debiti verso banche/debiti finanziari: confronto internazionale 2011

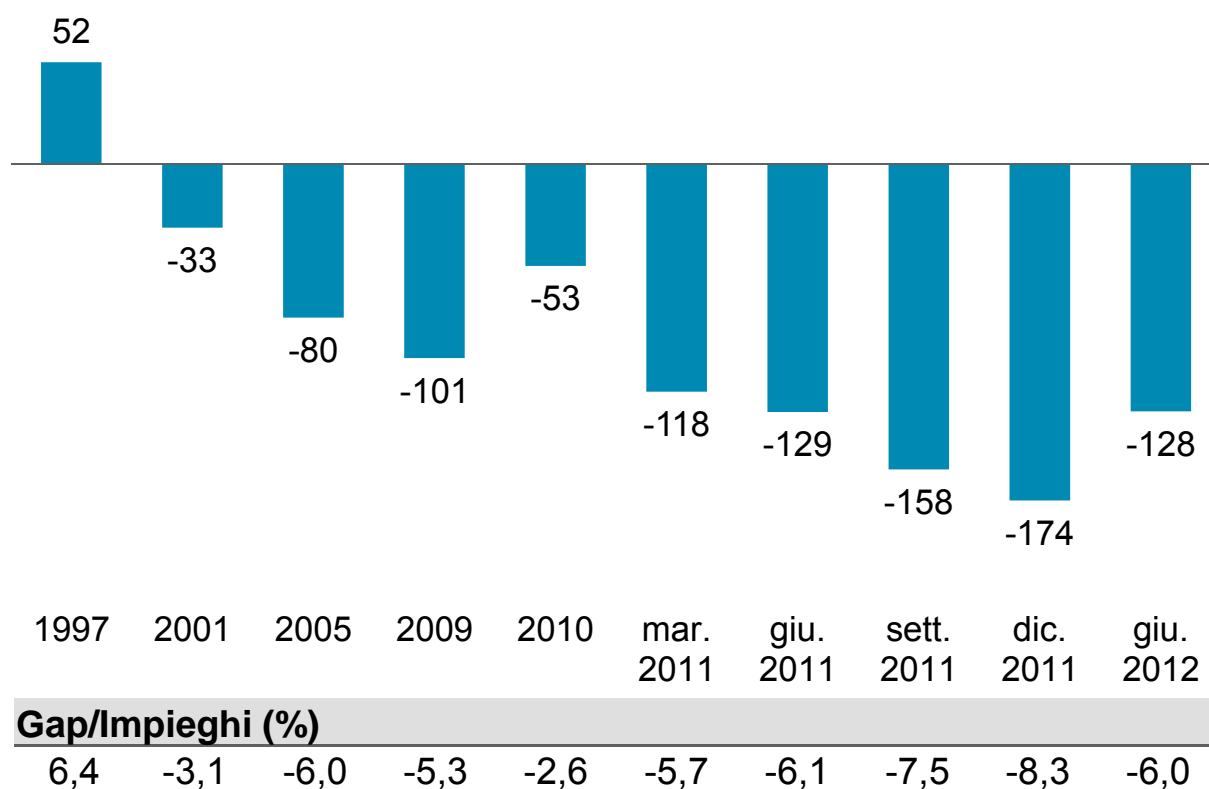


Fonte: Banca d'Italia

Le banche italiane hanno storicamente operato con uno sbilancio tra impieghi e raccolta con clientela

Funding gap

Depositi e obbligazioni retail – Impieghi clientela; € Mld.

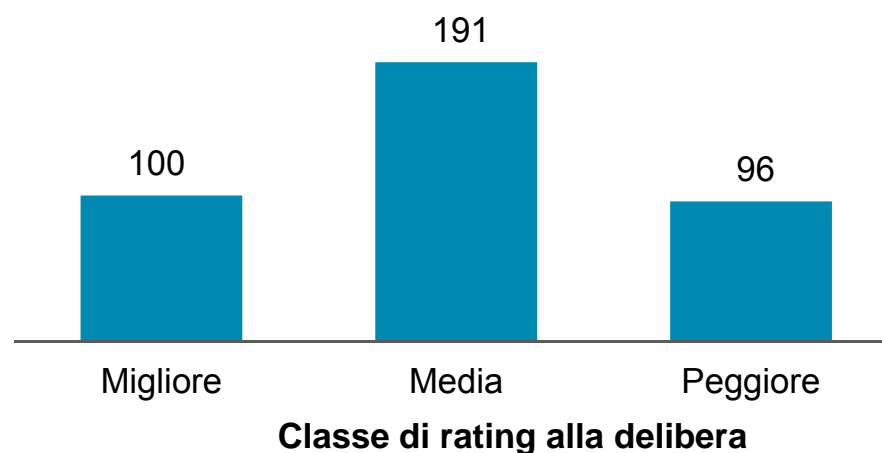


Fonte: Banca d'Italia, analisi Oliver Wyman

In alcuni casi si registra una qualità delle decisioni creditizie migliorabile con un'adozione più sistematica di sistemi statistici di supporto alle decisioni

Distribuzione delle delibere approvate per classe di rating

Small Business 2011; numeri indice (classe migliore=100)



	Migliore	Media	Peggiora
Richiesta garanzie	100	97	99
Tasso di default osservato 12 mesi dopo la delibera	100	340	1920
Delibere rifiutate	100	141	177

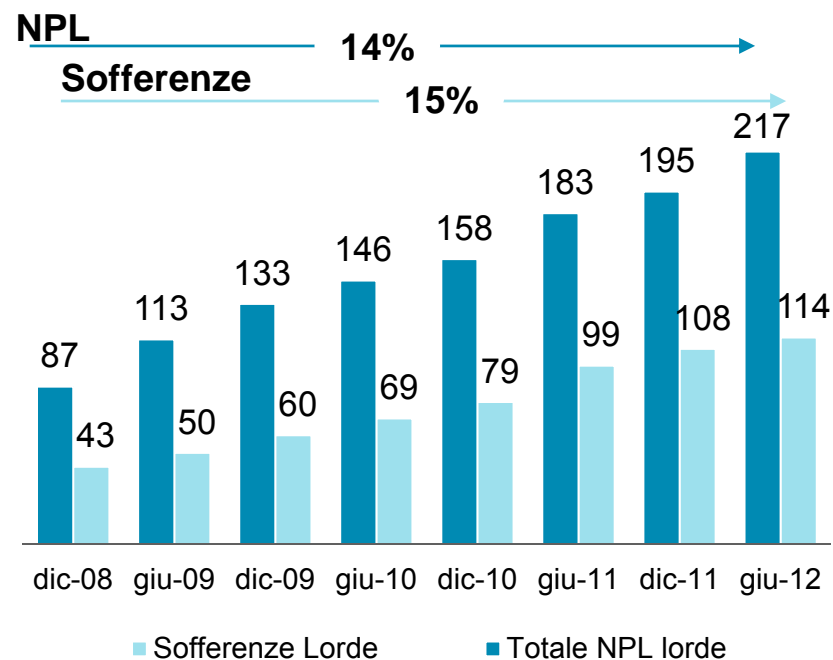
Fonte: Dati «disguised», analisi Oliver Wyman

1.2 | Ragioni della stretta creditizia Fattori congiunturali

Lo stock di credito deteriorato ha raggiunto livelli elevati nel sistema bancario italiano, concentrandosi soprattutto nel segmento SME

Stock di credito deteriorato nel sistema bancario italiano
2008–2012, € Mld.

Tasso di crescita semestrale:

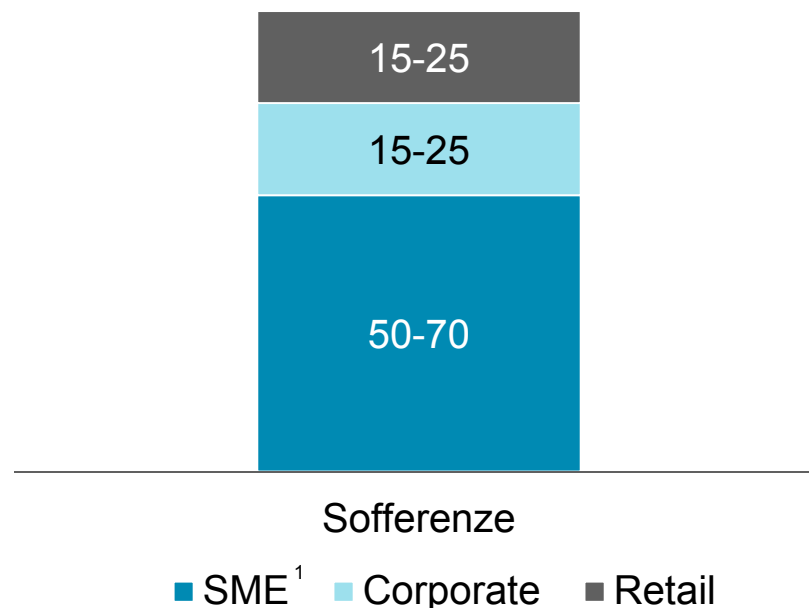


% tot. impieghi							
5,1	6,7	7,8	8,4	8,9	10,1	10,8	12,1

1. Include SME retail

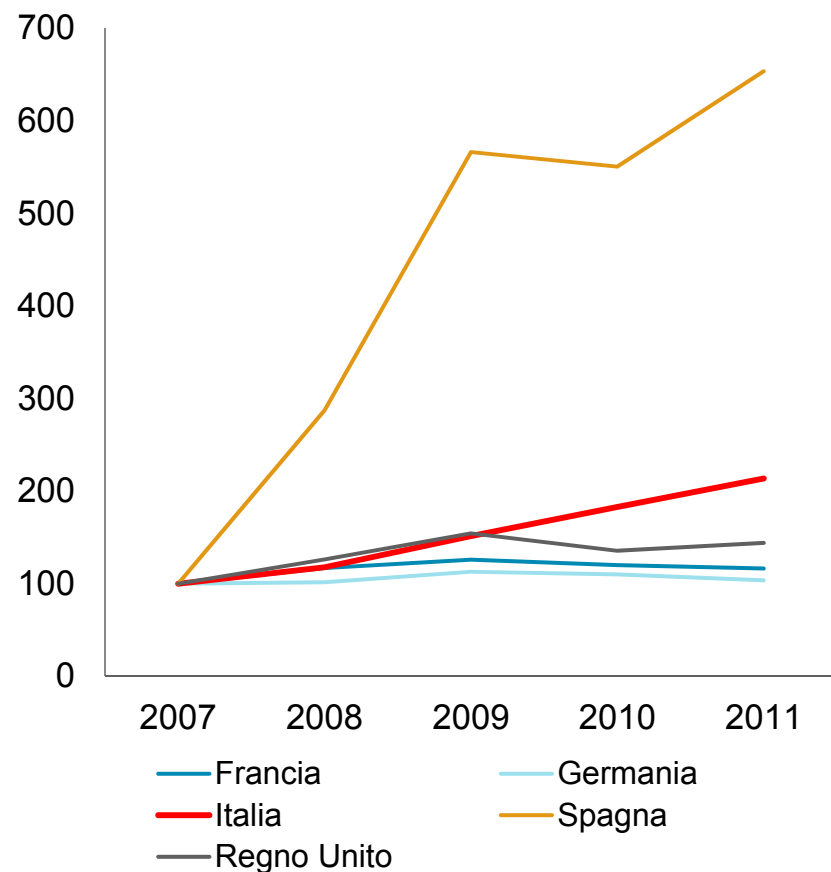
Fonte: Banca d'Italia e dati proprietari Oliver Wyman

Ripartizione dei crediti deteriorati per segmento regolamentare in Italia
2012, %

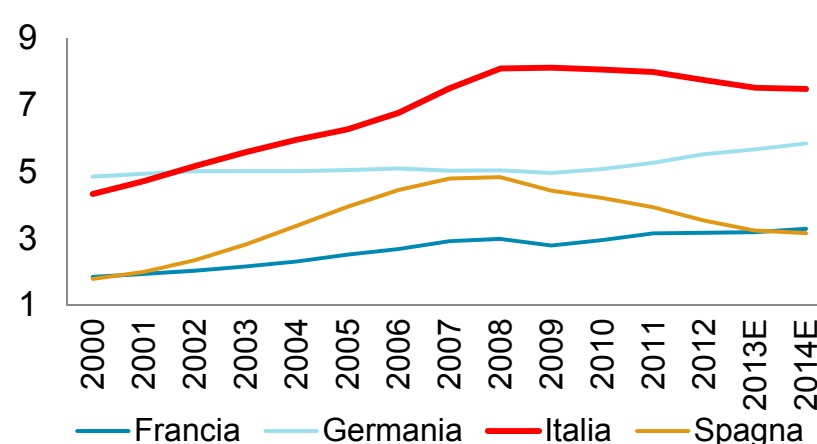


Il maggior flusso di NPL appare dipendere dalla congiuntura. Non ci sono evidenze di bolla real estate

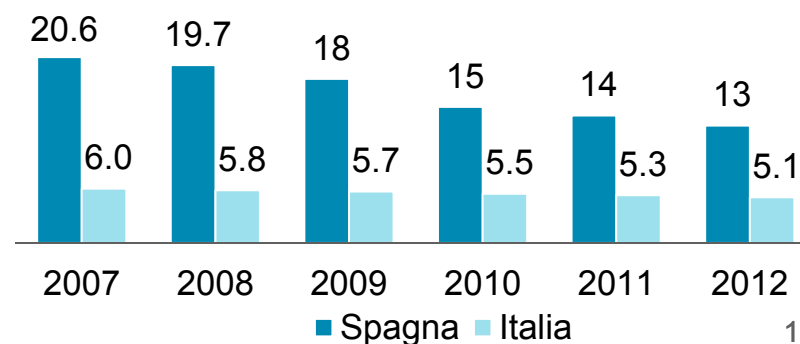
Numero di imprese che falliscono
2007=100



Valore di mercato degli immobili
€ '000 Mld.



Valore aggiunto dal settore costruzioni, confronto Italia vs. Spagna
% del v.a. totale dell'anno

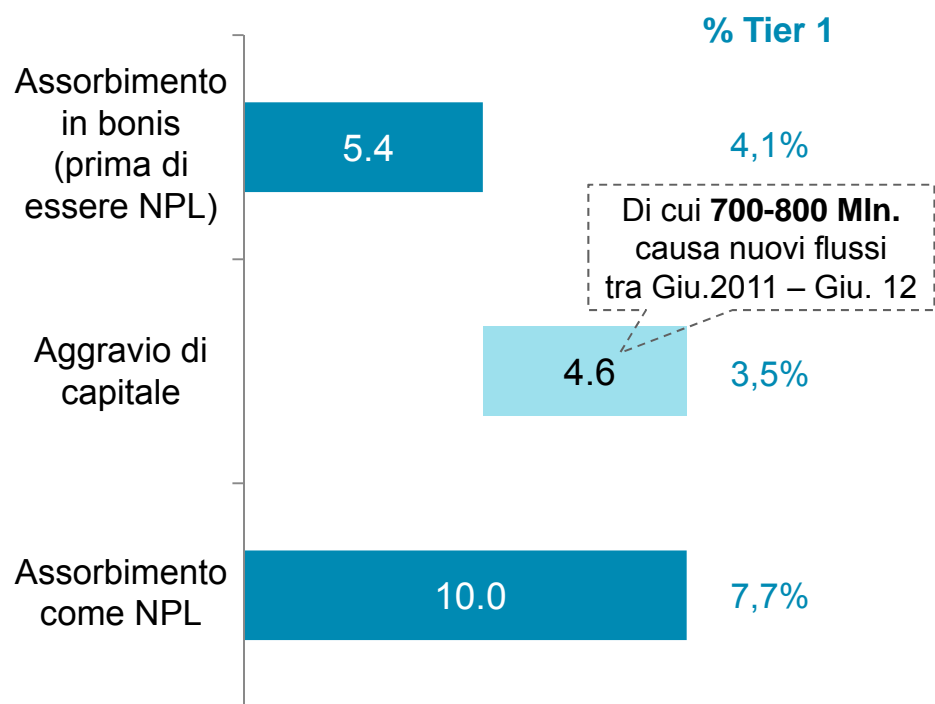


Fonte: OECD, Datastream, Oxford Economics; analisi Oliver Wyman

La crescita di NPL impatta negativamente sulla disponibilità di capitale per fronteggiare nuovi crediti

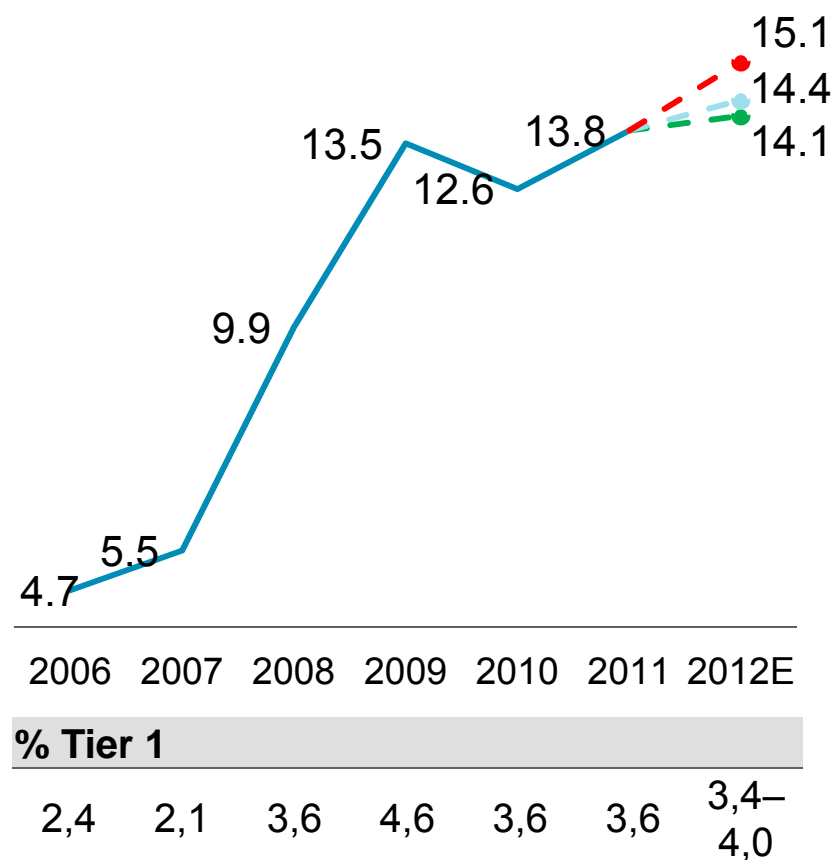
Requisiti capitale stock di credito deteriorato

10 prime banche italiane; € Mld.



Svalutazione su crediti

Banche italiane; € Mld.

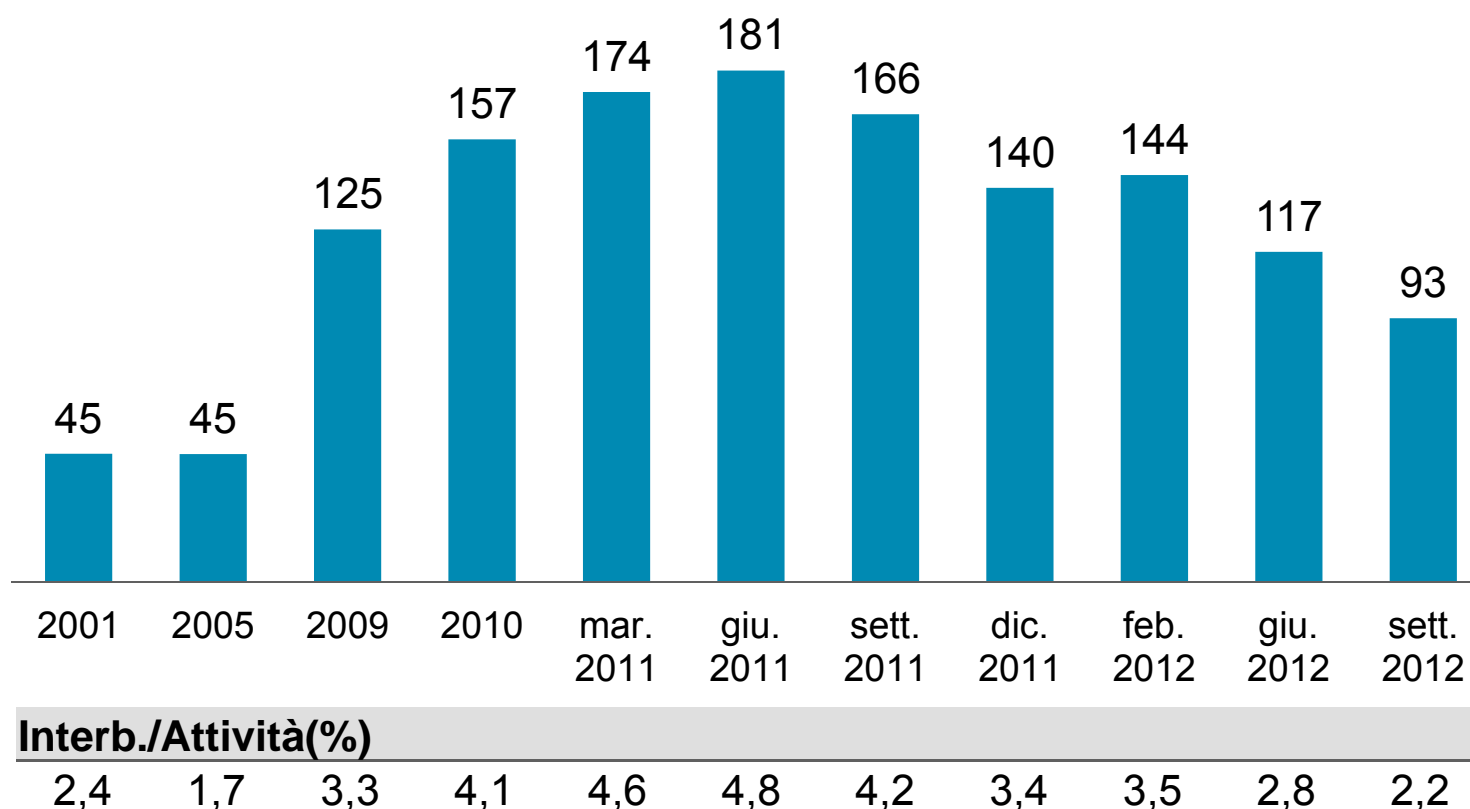


Fonte: bilanci pubblici, Banca d'Italia e Bankscope; stima impatti di capitale e proiezioni 2012 Oliver Wyman

La minor disponibilità di funding istituzionale limita la possibilità di erogare nuovo credito

Finanziamento interbancario netto

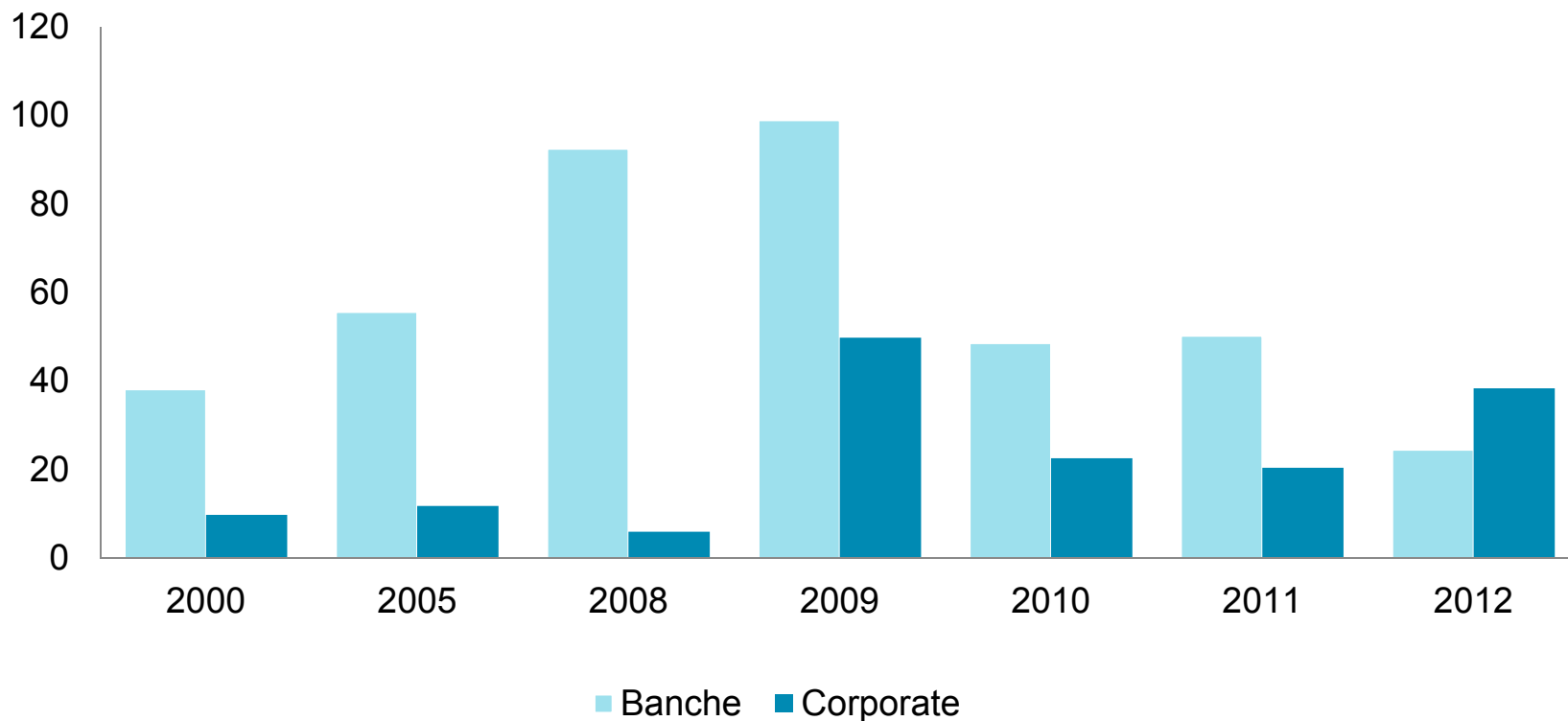
BCE esclusa; € Mld.



Fonte: Banca d'Italia; analisi Oliver Wyman

Nel 2012 le banche hanno faticato più delle imprese a raccogliere sui mercati internazionali

Volumi emissioni obbligazionarie \$ Mld.

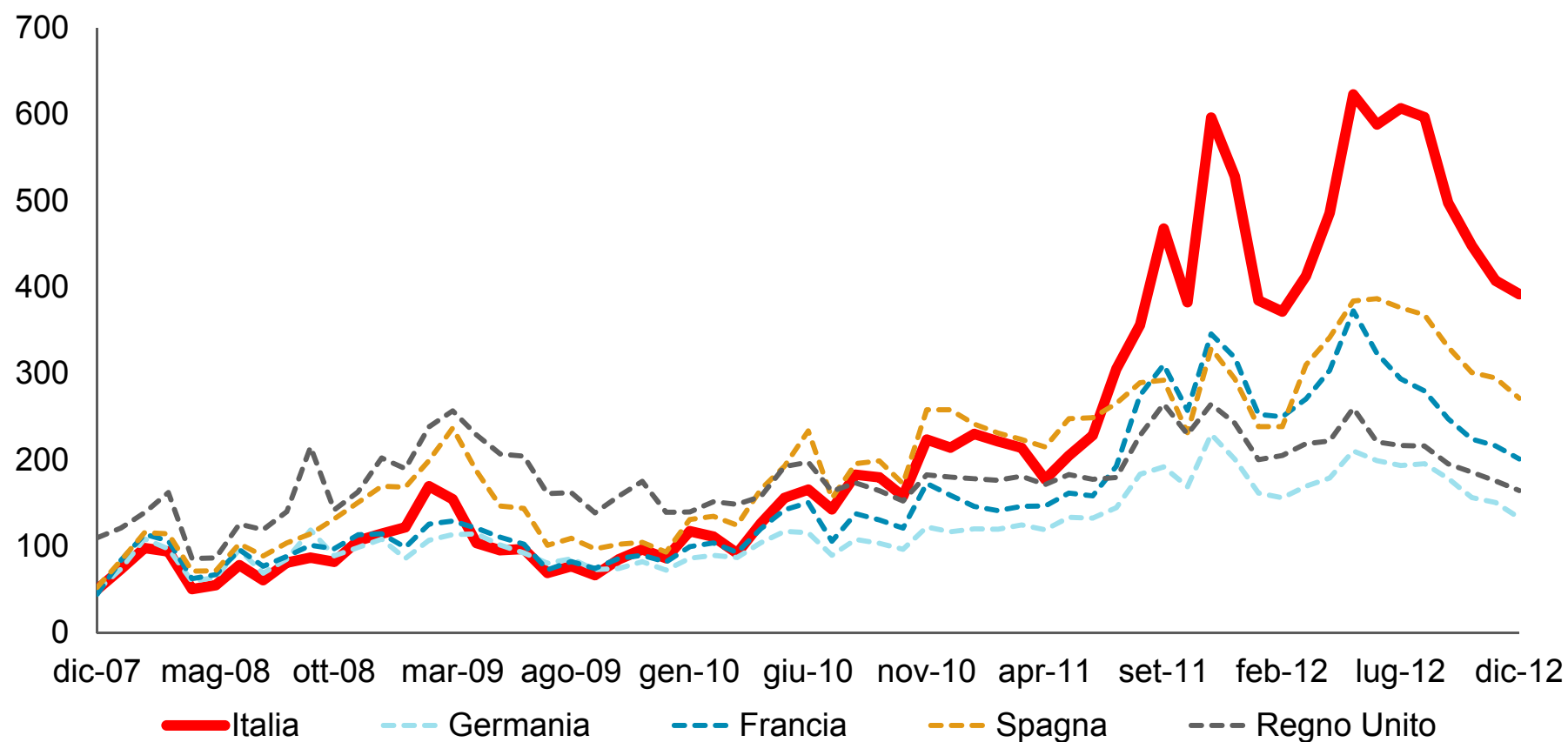


Fonte: Dealogic, analisi Oliver Wyman

Il costo del rischio banca è aumentato

Evoluzione dei CDS a 10 anni

Principali istituzioni finanziarie Europee, bps

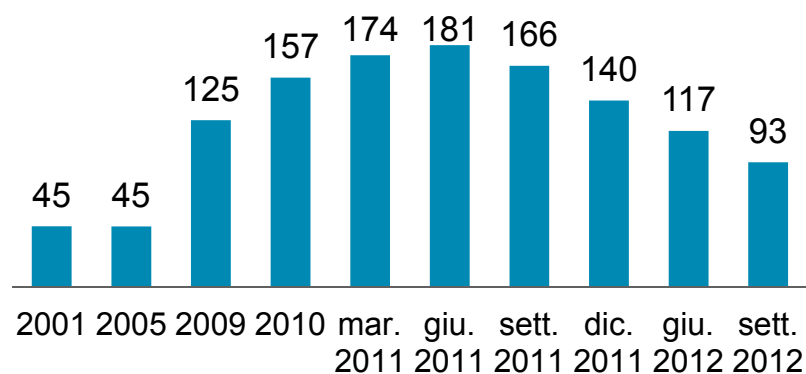


Fonte: Datastream, Banca d'Italia 2011

In questo scenario l'LTRO ha supplito al funding gap e supportato la creazione di cash flow (investimento in titoli) per far fronte ai maggiori accantonamenti

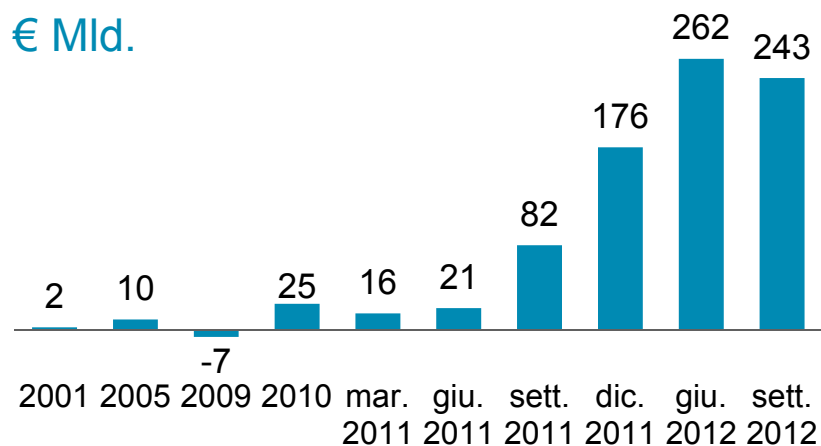
Finanziamenti netti interbancario

BCE esclusa; € Mld.



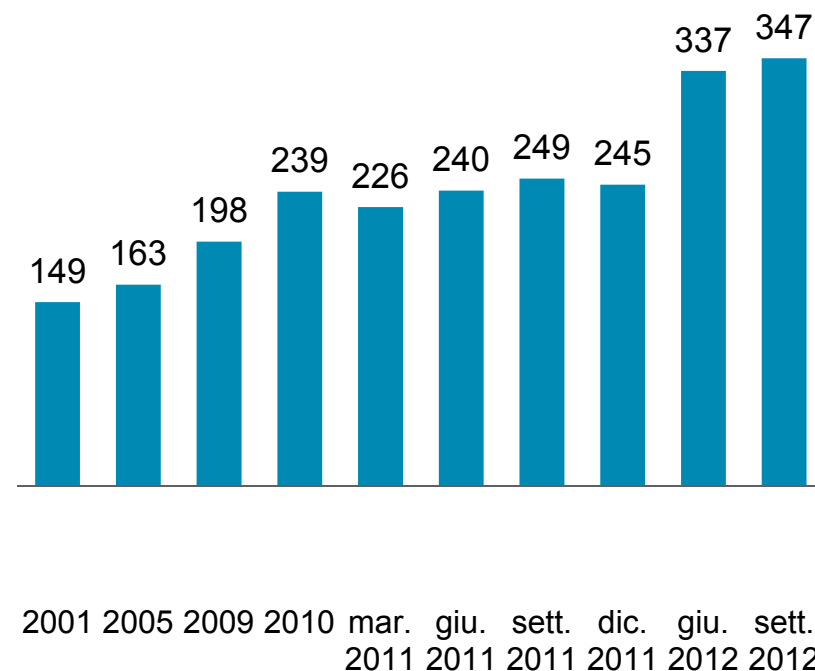
Finanziamenti netti della BCE

€ Mld.



Titoli di Stato Italia in portafoglio

€ Mld.



Fonte: Banca d'Italia; analisi Oliver Wyman

3 | Cosa possono fare le banche

Cosa possono fare le banche per incrementare il credito erogato nel contesto attuale

		Chi sopporta il rischio di credito?	Chi fornisce la liquidità?
1	Sviluppare prodotti bancari più efficienti nell'uso di capitale e liquidità	Banca	Banca
2	Migliorare la qualità delle decisioni creditizie	Banca	Banca
3	Separare offerta di credito da quella di liquidità e supportare intermediazione non bancaria	Banca	Mercato
4	Creare unità specializzate nella gestione degli NPL	Mercato/Banca	Mercato/Banca

Maggiore efficienza nel «catalogo prodotti»

Case study – Introduzione nuovo prodotto

Finanziamento a breve a utilizzo predefinito

- Descrizione**
- Fido annuale, revocabile mensilmente
 - Tiraggio fisso, scadenza BT

- Condizioni**
- Tasso Apercredito c/c
 - Collegamento con conto deposito
 - Covenants

- TIT**
- TIT Operazioni BT

- LGD**
- *LGD scadenza*

Confronto tra prodotti

	Redditività	Tutela creditizia	Capitale	Liquidità
Overdraft	●	◐	◐	◐
BT scadenza	◐	◐	◐	◐
Smobilizzo crediti	◐	◑	◑	◐
Nuovo prodotto	●	◐	◑	◑

Supporto finanziario alle Reti d'Impresa

La Banca incentiva la costituzione di reti d'Impresa...

- Possibile migliore **solidità** dell'impresa grazie all'appartenenza alla Rete
- **Business plan di Rete** consente migliore comprensione dinamiche complessive
- Oggi >300 Reti in Italia

...aggiunge alla valutazione del singolo il fattore rete...

- Migliore comprensione del business dell'impresa
- **Rating della Rete**
- Pricing «through the cycle»

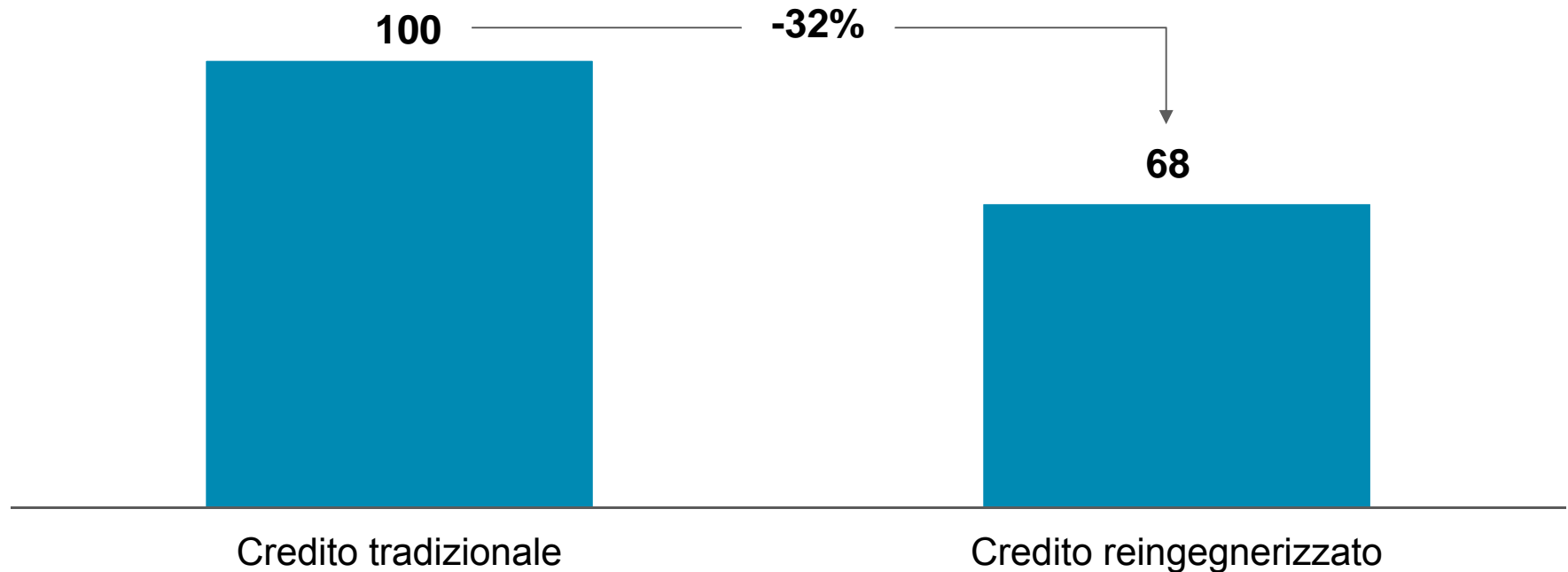
...sviluppa prodotti di credito ad hoc

- Prodotti MLT per finanziare **progetti della Rete**
- Possibile attivazione di **garanzie consortili/di Rete**

La reingegnerizzazione del credito può contribuire ad abbattere il costo del rischio...

Tassi di default osservati ad un anno dall'introduzione di metodologie statistiche a supporto delle decisioni creditizie di piccolo importo

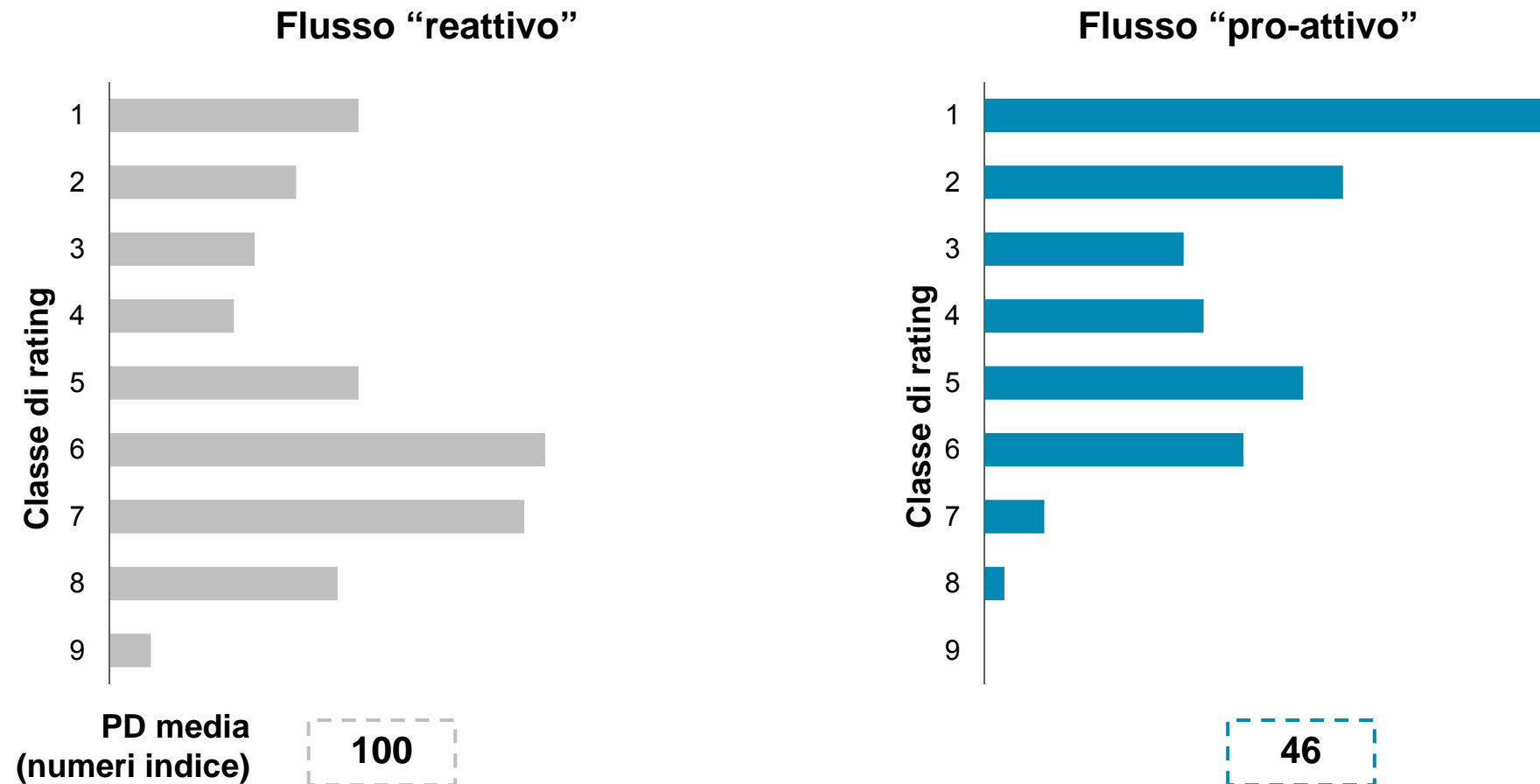
Numeri indice



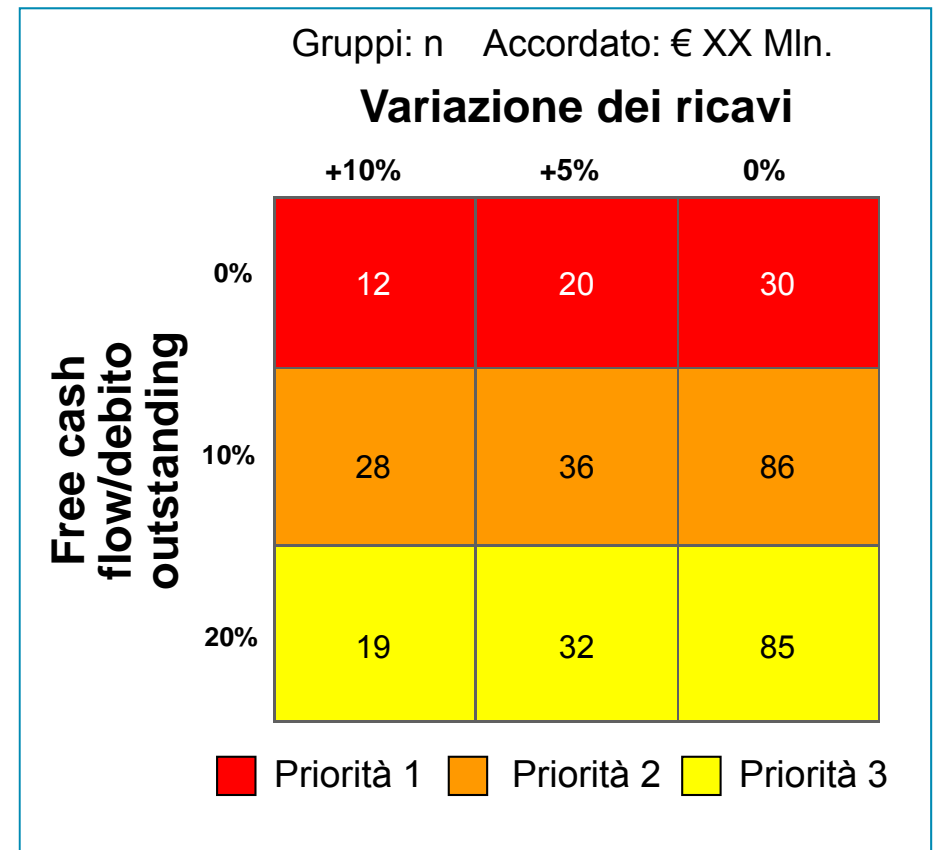
Fonte: dati proprietari Oliver Wyman

... sia tramite una maggiore pro-attività della banca con i clienti migliori...

Distribuzione % delle delibere su clienti non affidati per classe di rating





... sia tramite modelli previsionali che anticipano l'evoluzione creditizia della clientela



Sviluppo di prodotti alternativi

«Disaccoppiare» capacità di valutare il merito creditizio dalla messa a disposizione delle risorse scarse

Descrizione	Implicazioni per le Banche	Evidenze a supporto
 <p>Operazioni “unfunded”</p> <ul style="list-style-type: none"> Sfruttare relazioni di Filiera 	<ul style="list-style-type: none"> No impegno liquidità Minore assorbimento capitale Tutela creditizia e redditività equivalenti a forme per cassa 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidità del sistema Imprese Italia: circa 300 miliardi
 <p>Loan funds</p> <ul style="list-style-type: none"> Favorire intervento diretto di investitori istituzionali interessati a finanziare specifici segmenti 	<ul style="list-style-type: none"> Redditività inferiore Ma: possibilità di preservare la relazione, minimizzando impegni capitale e liquidità 	<ul style="list-style-type: none"> Iniziative già avviate in altri paesi Europei (es. Francia) Riduzione spread Italia aumenta interesse investitori internaz. verso nicchie «Made in Italy»

Obbligazioni corporate e cambiali finanziarie (minibond)

Descrizione

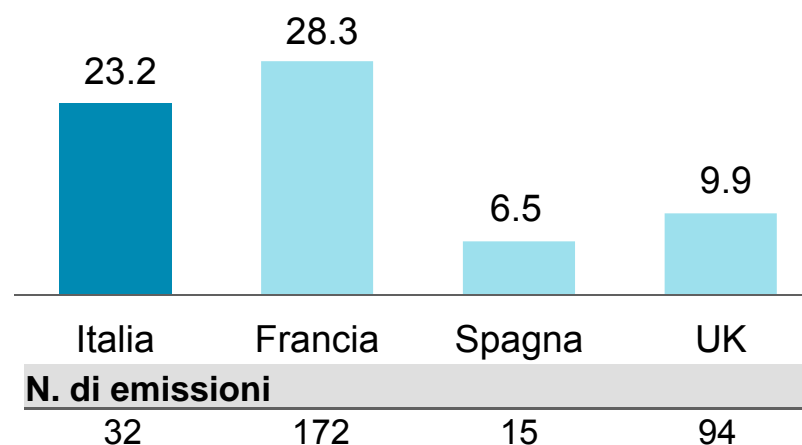
- Durata: max 3 anni
- **Incentivi fiscali**
- Ruolo banche Sponsor
- **Volumi attesi** dal Ministero Sviluppo
 - 600 imprese (EBITDA 50–100 €.Mln¹)
 - 10–12 €Mld. prossimi 18 mesi

Fattore abilitante

- Aiutare **emissione**
- Favorire **aggregazioni per massa critica**
- Facilitare **interazione con mercati**
 - **imprese devono «farsi conoscere»**
 - **garanzie** parziali come «spinta iniziale»

Fatturato medio aziende che emettono bond

2012, € Mld.



Contributo Banche

- Competenze tecniche
- Conoscenza/visione contesto
- Esperienza su merito creditizio
- Relazioni con investitori privati alla ricerca

1. Dimensione indicativa secondo esperti di mercato

Fonte: Dealogic

Creare operatori specializzati nella gestione degli NPL: a cosa è servito in passato

Complessità operativa

- Dimensione funzioni recupero



- «Bad bank» per **efficienza ed efficacia**

Crisi di fiducia

- Incertezza valore attivi



- Chiarezza tramite **deconsolidamento**

Aggregazione crediti

- Debitori con più posizioni deteriorate



- Gestione sinottica
- Valutazione complessiva **capacità di pagare**

Rischio deflazione attivi

- Immissione volumi nel mercato



- Gestione coordinata
- **Ottica lungo periodo**

Modelli di «bad bank»

		Livello coinvolgimento di terzi	
		-	+
		Nessun coinvolgimento di terzi	Coinvolgimento investitori privati e/o supporto pubblico
Numero banche conferenti	Singola banca	<p>1. Single name Asset Management Company (AMC)</p> <p>Esempi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dresdner bank, 2003 • Citigroup, 2009 • Bank of America, 2011 	<p>2. Privately/publicly funded single name AMC</p> <p>Esempi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Securum, Retriva (Svezia), 1992 • SGA (Banco di Napoli – Italia), 1996 • EAA, FMS (West LB, Hypo RE – Germania), 2009-2010
	Pool di banche/ sistema	<p>4. Private pooled AMC</p> <p>Esempi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • n/d 	<p>3. Leveraged pooled AMC</p> <p>Esempi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • RTC (USA), 1989 • CCPC (Giappone), 1992 • NAMA (Irlanda), 2009 • SAREB (Spagna), 2012

3 | Cosa possono fare i policy maker

Possibili iniziative dei policy maker

	Leva	Obiettivo
1	Supporto al credito	<ul style="list-style-type: none">• Fornire garanzie al credito: Fondo di garanzia alle PMI• Finanziare erogazioni: «plafond investimenti» e «crediti verso PA» della CDP
2	Working capital	<ul style="list-style-type: none">• Sviluppare una piattaforma centralizzata pubblica per facilitare il finanziamento del circolante
3	Pagamenti tempestivi	<ul style="list-style-type: none">• Incentivare la puntualità nei pagamenti con meccanismi pubblici di abbattimento delle asimmetrie informative
4	Funding for Lending	<ul style="list-style-type: none">• Coinvolgere la Banca Centrale/altre Istituzioni pubbliche per fornire titoli di Stato in cambio di attivi illiquidi a garanzia di nuovi prestiti
5	Bad Bank	<ul style="list-style-type: none">• Supportare lo sviluppo di operatori specializzati nella gestione degli NPL
6	Trattamento NPL e RWA	<ul style="list-style-type: none">• Allineare trattamento NPL in Europa• Allineare metriche RWA in Europa

Fondo di garanzia alle PMI

Caratteristiche

1996-2012

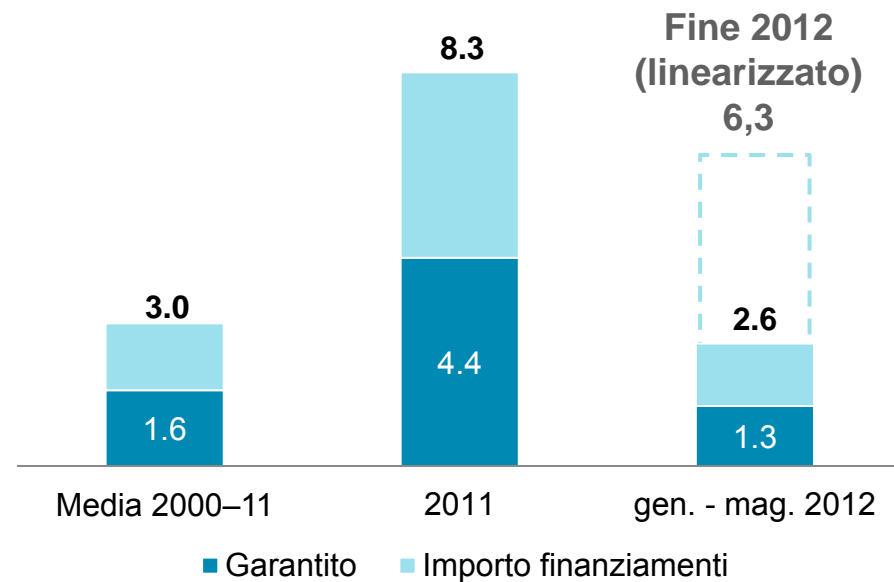
- Facilita accesso al credito tramite
 - **garanzie** pubbliche alle banche
 - **contro-garanzie/co-garanzie** ai Confidi e altri fondi di garanzia
- Per operazioni sia BT sia MLT
- Dotazione aumentata in fase di crisi
- **Modalità operative**
 - Importo garantito / finanziato **max 80%** (varia in funzione delle finalità del finanziamento)
 - **Modelli interni** di valutazione merito creditizio
 - Accantonamento/garantito da 8 a 6% (**Leva aumentata a 17x causa crisi**)
 - **Commissioni** in funzione dell'importo garantito, con alcune agevolazioni (mezzogiorno, lavoro femminile...)

Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico, OECD 2012

© Oliver Wyman | LON-FSP03101-028

Volumi di intervento

€ Mld.



Altri interventi

- «**Plafond investimenti**» e «**crediti verso PA**» per finanziamenti della **CDP** tramite **ABI** – aumentato da 8 a 10 Mld. di euro (2012)
- **SACE** per l'internazionalizzazione
- **ISMEA** a sostegno dell'agricoltura

Supporto al credito

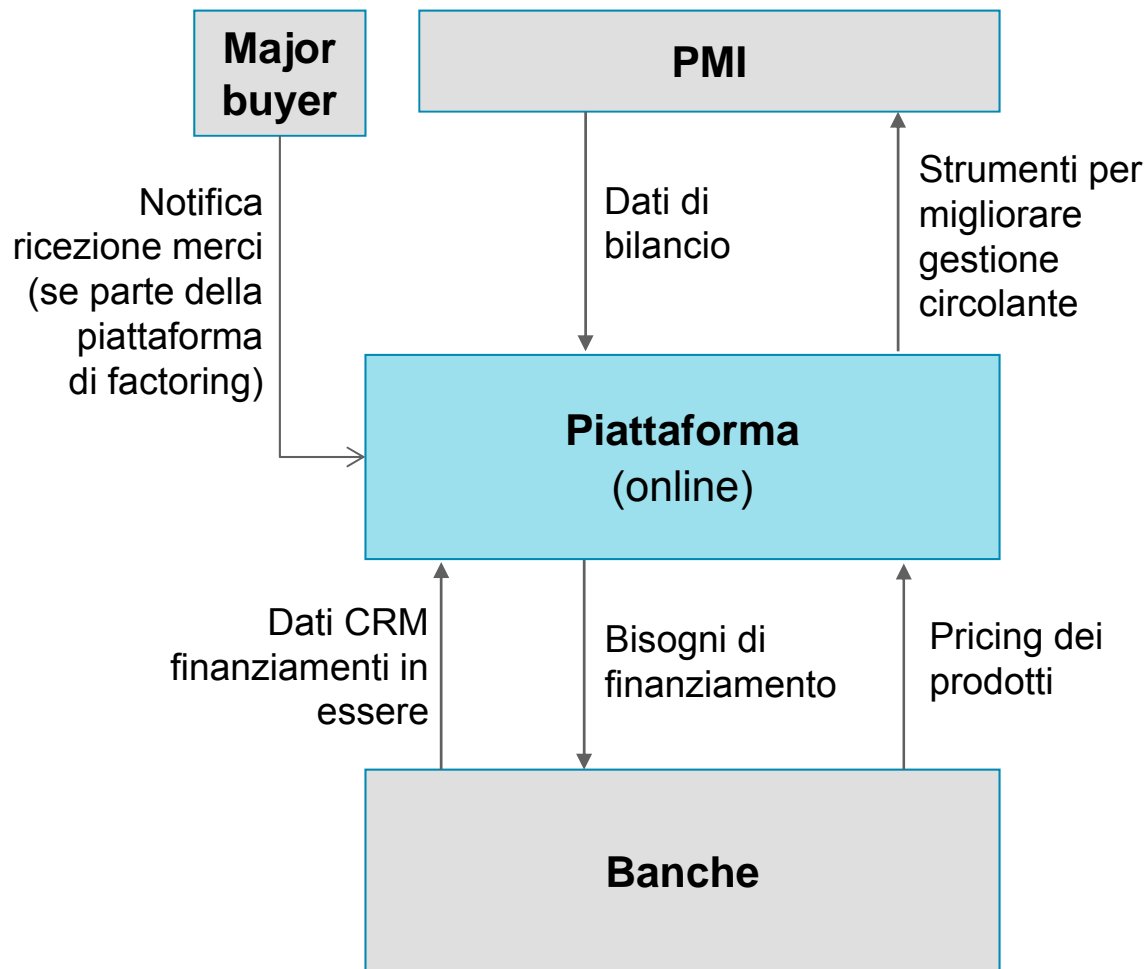
Esperienze internazionali

Tipologia	Paesi
Fondi garanzia pubblici – generici	Canada, Cile, Danimarca, Finlandia, Francia, Ungheria, Italia, Corea, Olanda, Portogallo, Repubblica Slovacca, Slovenia, Svizzera, Tailandia, UK, USA
Garanzie/prestiti speciali start-up	Danimarca, Olanda
Aumento garanzie su export	Danimarca, Finlandia, Italia, Olanda, Nuova Zelanda, Portogallo, Svezia, Svizzera
Prestiti diretti alle PMI	Cile, Ungheria, Corea, Svezia
Sussidi sui tassi d'interesse	Portogallo, Tailandia
Garanzie su venture capital e investimenti in equity	Canada, Cile, Danimarca, Finlandia, Francia, Italia, Olanda, Nuova Zelanda, Svezia, UK
Agevolazioni fiscali	Francia, Italia, Nuova Zelanda, Svezia
Mediazione nel credito	Francia

Fonte: OECD 2012

“Working capital”

Piattaforma centralizzata pubblica per facilitare il finanziamento del circolante



Obiettivo

- Facilitare finanziamento circolante PMI aumentando **trasparenza** e informazioni disponibili
- Stimolare **concorrenza**

Come

- Rende disponibili in modo sistematico e centralizzato **informazioni** su
 - situazione ed esigenze creditori e debitori
 - forme di finanziamento
 - pricing

Pagamenti tempestivi

Informazioni pubbliche sulle aziende

Situazione Italia

- **Ritardi cronici** pagamenti PMI
 - Bisogno circolante
 - Maggiori **rischi** (fallimenti «finanziari» più che «economici»)
- Recente inasprimento normativa pagamenti tra imprese e con PA

Proposta

1. **Registro pubblico** delle aziende «puntuali» vs. quelle «ritardatarie»
2. Stato dà il buon esempio (e controlla che i suoi fornitori facciano lo stesso)

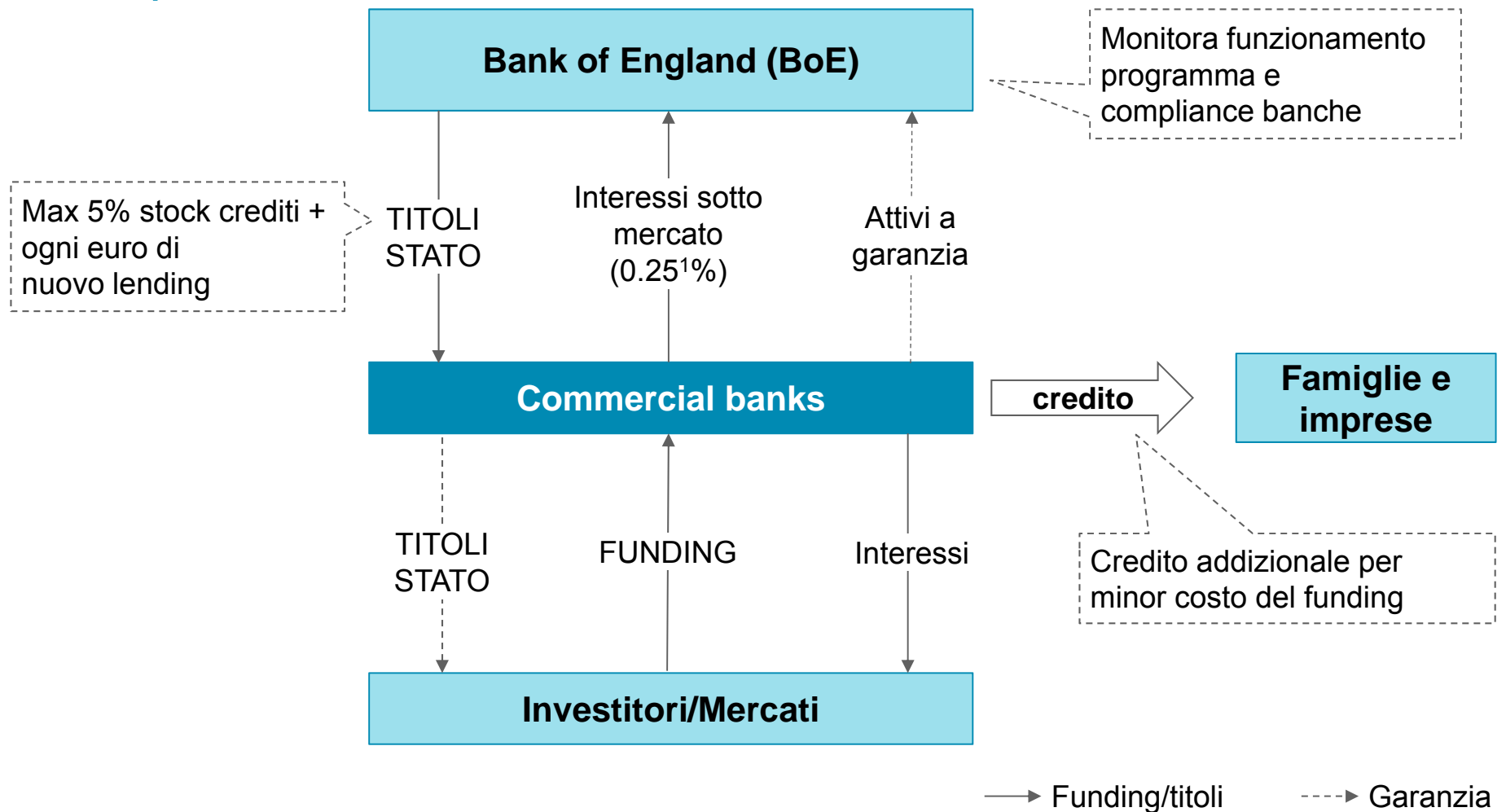
Case Study

UK Prompt Payment Code

- Introdotta nel 2009 per arginare problema ritardi nei pagamenti
- **Codice a sottoscrizione volontaria**
- Firmatari «controllati» due volte l'anno
- **Funzione reputazionale** del logo
- Grandi Gruppi spinti a sottoscriverlo dietro minaccia «named and shamed»

Funding for Lending

Fornire titoli di Stato in cambio di attivi illiquidi a garanzia di nuovi prestiti



1. Tasso di interesse sale all'1.5% se la banca decrementa per più del 5% lo stock di lending
 Fonte: Bank of England, analisi Oliver Wyman

Creazione di operatori specializzati nella gestione degli NPL: possibile ruolo dei policy maker

		Livello coinvolgimento di terzi	
		Nessun coinvolgimento di terzi	Coinvolgimento investitori privati e/o supporto pubblico
Numero banche conferenti	Singola banca	1. Single name Asset Management Company (AMC) Esempi: • Dresdner bank, 2003 • Citigroup, 2009 • Bank of America, 2011	2. Privately/publicly funded single name AMC Esempi: • Securum, Retriava (Svezia), 1992 • SGA (Banco di Napoli – Italia), 1996 • EAA, FMS (West LB, Hypo RE – Germania), 2009-2010
	Pool di banche/sistema	4. Private pooled AMC Esempi: • n/d	3. Leveraged pooled AMC Esempi: • RTC (USA), 1989 • CCPC (Giappone), 1992 • NAMA (Irlanda), 2009 • SAREB (Spagna), 2012

Ruolo del policy maker

- 1 **Standard**

 - «Super partes», definisce le regole di fondo
- 2 **Sponsor**

 - Propone e coordina la creazione
- 3 **Garante**

 - Fornisce una garanzia su parte del debito del veicolo
- 4 **Finanziatore Senior**

 - Fornisce funding tramite un fondo pubblico
- 5 **Finanziatore Junior**

 - Compra debito subordinato/quasi-equity

Spagna: contesto per la costituzione della Bad Bank

Background

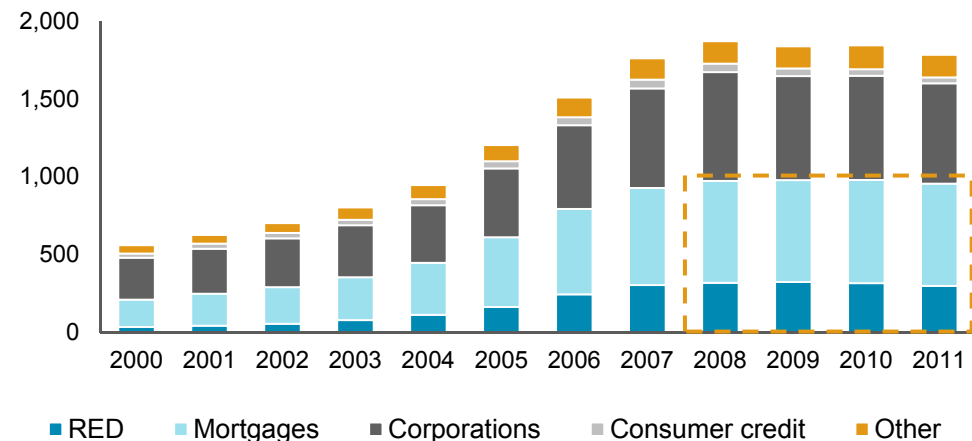
- Bolla immobiliare e crisi finanziaria
- Necessità di «fare chiarezza» sugli attivi delle banche

Approccio

- Analisi bilanci principali banche (~95% attivi)
- Stima perdite su portafoglio crediti – scenario base e avverso
- Stima capacità di assorbimento perdite e conseguente shortfall di capitale



Evoluzione stock crediti in Spagna 2000–2011, esposizioni in € Mld.



Risultato

- Perdita attesa nello scenario avverso: €250–270 Mld.
- Capacità di assorbimento perdite 2012–2014: €230–250 Mld.
- **Shortfall di capitale €54 Mld. per otto banche**
- Solo sei banche non bisognose di sostegno pubblico
- **«Bad bank» in corso di costruzione**

SAREB – «Bad bank» in Spagna

Caratteristiche

- **Veicolo for-profit**
- **Fuori da bilancio Stato**
- **Orizzonte: 15 anni**

Governance • CdA + Commissione controllo

Capitale • 8% attivi
• Maggioranza privati

**Interesse investitori internazionali?
Quota banche?**

Debito • Senior garantito
• Subordinato no

Funding pubblico diretto?

Attivi • «Forclosed» e NPL max €90 Mld.
• Prezzo di trasferimento medio: 37% attivi «forclosed» e 54% crediti

ROE • Atteso: 14-15%
• Partenza «lenta»

Sostenibilità business plan vs. impatti a conto economico banche conferenti

Allineare le politiche sul trattamento degli NPL a livello europeo

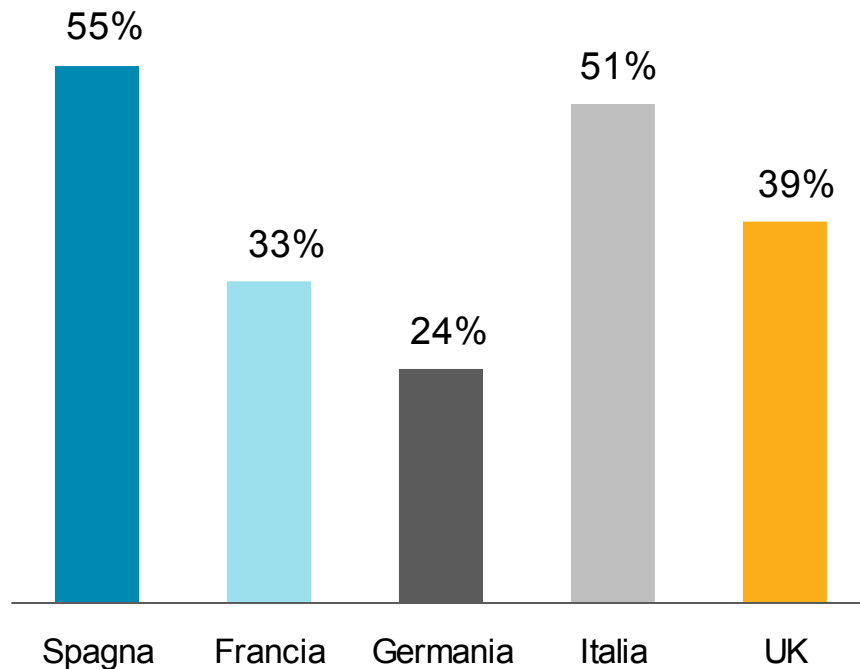
	Italia	Spagna	Regno Unito	Francia	Germania	Scandinavia
Past due	✓	✓ • Se almeno 25% del valore del prestito è ancora «outstanding»	✓ • Classificazione come deteriorati implica l'esistenza di modelli interni ¹ • Molti crediti sono classificati come past-due 90 gg. ma non deteriorati	✓ • Credito problematico fuori dagli NPL • La regola dei past-due a 90 gg può essere bypassata in talune circostanze ²	✓	✓ • Alcune banche considerano deteriorato past-due 60gg. • In alcune banche il credito problematico è classificato come NPL e in altre no
Incagli	✓	✓ • <i>Morosidad subjectiva</i> è parte degli NPL ³ • Prestiti «problematici» considerati performing ⁴	✓	✓	<i>Manca evidenza chiara dell'esistenza di criteri qualitativi</i>	✓
Sofferenze	✓	✓ • Livello elevato di attivi spossessati abbassa stock NPL	✓	✓	✓	✓
Ristrutturati	✓	✗	<i>Mancano evidenze chiare</i>	Solo se la banca prevede di non recuperarli	Non tutte le banche (es. inclusi in CBK, esclusi in DB)	Esclusi per la maggior parte delle banche (ad eccezione di alcuni istituti in Danimarca)
Accantonamenti		NPL accantonati al 100% dopo un anno e rimossi dal bilancio		Deducibilità al 100% spiega livelli alti di copertura		

Manca una definizione uniforme per tutte le banche

1. Svalutazioni previste quando la somma dei cash flow scontati è minore del valore netto del prestito, o se il prestito è past-due da più di 90 gg a meno che non sia identificato specificamente come non deteriorato; 2. Es. 180 gg. per i mutui e 270 per i prestiti alla PA; 3. Prestiti considerati NPL anche se non sono né in sofferenza né past-due 90gg.; 4. I prestiti problematici sono quelli past-due da meno di 90 gg.

In Europa permangono forti differenze nell'applicazione delle metriche RWA

RWA / Totale attività 2011



Motivi della differenza

- **Mix di portafoglio**
- Qualità del credito in ogni **sotto-portafoglio**, misurata secondo i parametri di Basilea
- Differenze nell'**applicazione delle direttive** di Basilea nelle diverse giurisdizioni
- **Politiche** avanzate di gestione delle RWA e **criteri di calcolo**

Fonte: 2011 EBA EU-wide stress test, analisi Oliver Wyman

PRESUPPOSTI E LIMITI DI UTILIZZO DELLA RELAZIONE

Questa presentazione è stata predisposta da Oliver Wyman in occasione del ciclo di incontri «Idee per la crescita», a cura di EIEF (Einaudi Institute for Economics and Finance) e Università Bocconi (25/01/2013).

Oliver Wyman è un leader globale nella consulenza manageriale che offre una conoscenza specialistica e focalizzata su temi di strategia, operations, gestione del rischio, trasformazioni organizzative e sviluppo della leadership.

Per ulteriori informazioni contattare il dipartimento di marketing via email all'indirizzo info-FS@oliverwyman.com oppure via telefono ad uno dei seguenti numeri:

EUROPA, MEDIO ORIENTE, AFRICA: +44 20 7333 8333

AMERICHE: +1 212 541 8100

ASIA-PACIFICO: +65 6510 9700

Copyright © 2013 Oliver Wyman. Tutti i diritti riservati. Questo rapporto, comprese copie o parti dello stesso, non possono essere distribuiti in nessuna delle giurisdizioni in cui tale attività è limitata dalla legge; tutti i soggetti che ne vengano in possesso sono tenuti ad informarsi circa tali restrizioni ed alla loro stretta osservanza. Vietata la riproduzione e ridistribuzione, anche parziale, senza il consenso scritto di Oliver Wyman, che esclude qualunque assunzione di responsabilità, di qualsiasi natura, nei confronti di qualsiasi terza parte.

Questo rapporto non costituisce una raccomandazione, un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla cessione di qualsiasi titolo ivi citato, poiché non è finalizzato a tale tipologia di analisi, né dovrebbe essere utilizzato, esso o qualunque sua parte, in connessione a qualsivoglia tipologia di contratto o impegno. Inoltre, tale rapporto non è da considerarsi quale consiglio in merito all'acquisizione o cessione di qualsiasi specifico investimento, o quale invito o sollecitazione ad impegnarsi in qualsivoglia attività di investimento.

Le informazioni contenute in questo rapporto, o su cui esso è basato, sono state ottenute da fonti che Oliver Wyman ritiene essere attendibili ed esatte. Ciononostante esso non è stato verificato da terze parti indipendenti e, conseguentemente, nessuna assicurazione o garanzia, esplicita o implicita, viene fornita relativamente alla precisione o alla completezza di qualsiasi informazione ottenuta dai terzi. Le informazioni e conclusioni sono fornite alla data di questo rapporto e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso, Oliver Wyman non assume alcun impegno ad aggiornare o rivedere informazioni o conclusioni in esso contenute, frutto di nuove informazioni, avvenimenti futuri o altro. Le informazioni e le conclusioni fornite in questo rapporto non tengono in alcun conto circostanze individuali e personali, conseguentemente non dovrebbero essere considerate quali raccomandazioni specifiche in merito a qualunque decisione di investimento, o considerate quale base ragionevolmente sufficiente su cui di fondare una decisione di investimento. Oliver Wyman e i suoi affiliati non accettano alcuna responsabilità per eventuali perdite sorte da qualunque azione intrapresa o inibita in conseguenza di informazioni o conclusioni contenute in questo rapporto, in qualunque relazione o fonte di informazioni ivi citata o per qualunque specifico danno, diretto o indiretto, conseguente, sebbene circa la possibilità di tali danni sia stato dato avviso.

Accettando questo rapporto, lei conviene di attenersi a tali limitazioni.