

BANCHE ITALIANE SU UN PIANO INCLINATO

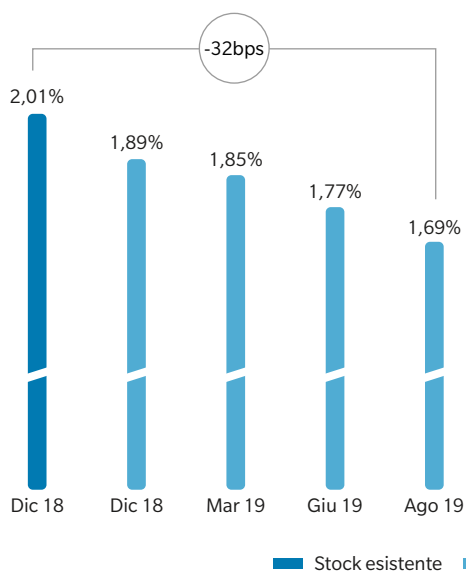
GLI AUTORI
Claudio Torcellan
Giovanni Viani

SCIVOLANDO SULLO SCENARIO ECONOMICO

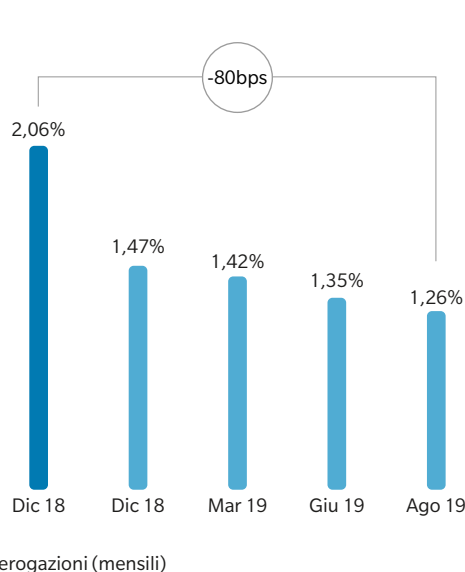
L'ultimo semestre di Mario Draghi alla presidenza della BCE ha visto l'interruzione del percorso di normalizzazione della politica monetaria intrapreso nel 2018 e la riattivazione del quantitative easing. Se gli strumenti scelti sono sostanzialmente in linea con quelli utilizzati nel 2014, le condizioni dell'economia sono oggi più complesse: anni di significativa espansione del bilancio della BCE non hanno infatti prodotto la sperata crescita del PIL e degli investimenti, ma hanno alimentato un eccesso di liquidità che si è esteso dalle nazioni del nord e del centro Europa (Francia e Germania) verso quelle più fragili e indebitate del sud (Italia e Spagna). In un sistema già in eccesso di liquidità e con il PIL in evidente decelerazione, la rinnovata enfasi su politiche monetarie espansive ha prodotto un ulteriore incremento della concorrenza sugli impieghi e una marcata riduzione dei rendimenti attesi dagli investimenti finanziari, titoli pubblici in primis. Gli spread applicati dalle banche italiane per le nuove erogazioni di credito alla clientela sono ai minimi storici: nel corso del 2019 il tasso medio sui mutui residenziali si è ridotto del 10% e quello applicato alla clientela corporate del 15% (tavola 1). Per quanto riguarda i titoli di stato, che rappresentano una componente significativa degli attivi delle banche italiane, circa il 70% di quelli emessi nell'Eurozona presenta ora ritorni negativi; per avere rendimenti positivi è necessario aumentare significativamente la durata (4 anni per i titoli pubblici italiani, 16 anni per quelli francesi, oltre 30 per quelli tedeschi – tavola 2).

TAVOLA 1: EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI

Rendimenti mutui residenziali in Italia
Rendimenti stock vs. nuove erogazioni



Rendimenti impieghi corporate in Italia
Rendimenti stock vs. nuove erogazioni

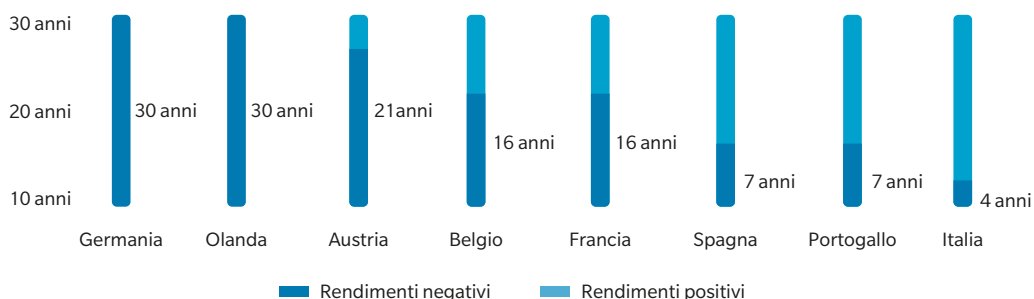


Fonte: ECB Statistical Data Warehouse

A fronte di tutto ciò e dei primi segnali di rallentamento dell'economia americana, il nostro scenario prevede pertanto il prolungarsi del corrente regime di tassi bassi, quando non negativi, e stagnazione economica per l'Eurozona. Riteniamo che le misure messe in campo dalla BCE per mitigare gli effetti negativi della politica monetaria espansiva (es. tiering dei depositi bancari in BCE) offriranno poco sollievo al sistema bancario italiano. Il piano inclinato su cui è aggrappato è destinato a subire quindi un altro strappo: in assenza di misure economiche in grado di creare attrito (es. politiche fiscali espansive) il prolungarsi del corrente regime di tassi bassi, quando non negativi, e la stagnazione economica faranno scivolare inerzialmente verso il basso la redditività delle banche, che potranno vedere il loro margine di intermediazione ridursi in media del 10% nei prossimi 5 anni, con punte del 15% per le banche più esposte al business creditizio tradizionale e ai titoli governativi (tavola 3). Questo senza considerare gli impatti sulle commissioni e sui ricavi da trading proprietario.

TAVOLA 2: TITOLI GOVERNATIVI – TASSI NEGATIVI NELL'EUROZONA

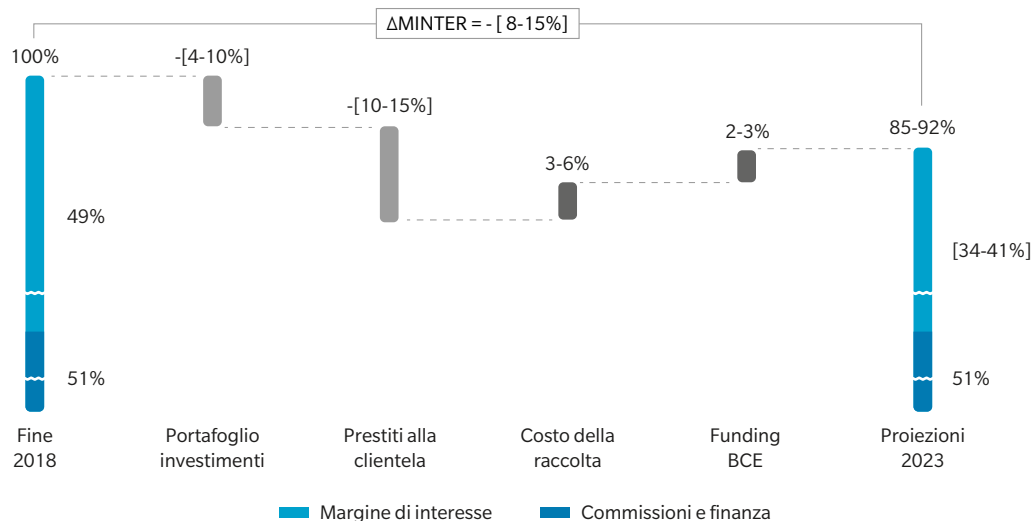
Rendimenti a fine giugno 2019



Fonte: Bloomberg

TAVOLA 3: EVOLUZIONE ATTESA DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE

Principali 10 banche italiane; Δ vs. bilancio 2018



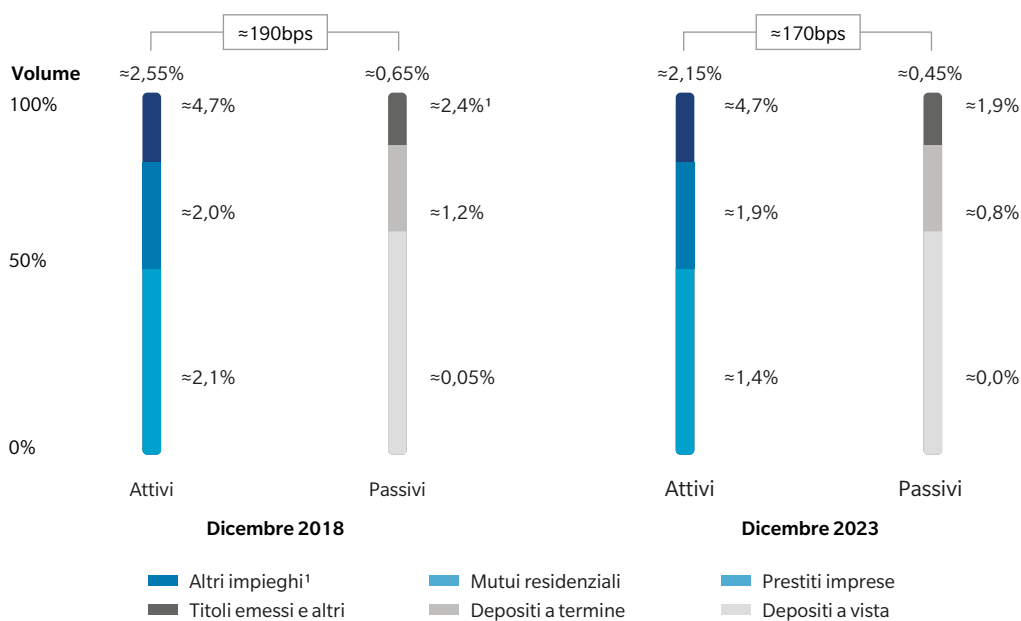
Fonte: Resoconti annuali di esercizio, analisi Oliver Wyman

Tale marcata contrazione del margine di intermediazione delle banche italiane è imputabile a tre fattori:

La compressione della redditività degli impieghi, che potrà ridurre il margine di interesse del 15%: i tassi applicati sui prestiti alla clientela erogati nel corso del 2019 risultano inferiori al rendimento medio degli stock oggi nei bilanci delle banche italiane di circa 30 bps per i mutui residenziali e di 80bps per i prestiti alle imprese. Questo trend sta interessando tutte le principali economie dell'area Euro, ma in Italia potrebbe avere impatti più severi per i margini commerciali degli impieghi, già particolarmente contenuti in un contesto bancario frammentato e concorrenziale. Se i tassi delle nuove erogazioni si manterranno ai livelli attuali – e considerati i limiti già emersi nell'applicare tassi negativi sui depositi della clientela – si tradurranno in una riduzione di circa 20bps della forbice commerciale tra interessi attivi e passivi entro il 2023 (tavola 4).

TAVOLA 4: MARGINI COMMERCIALI DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO

Tassi medi applicati dalle principali banche italiane



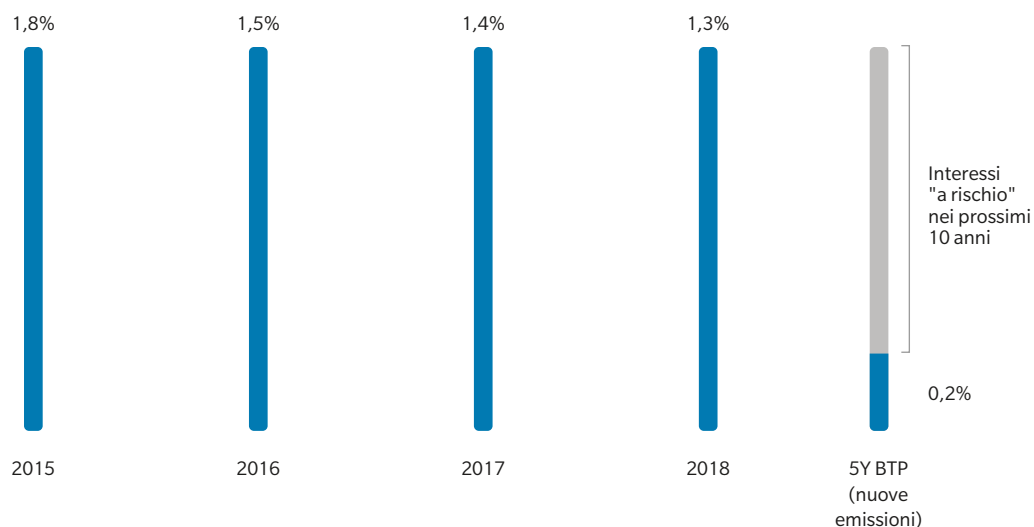
1. Include anche il credito al consumo

Fonte: ECB Statistical Data Warehouse, ABI Monthly Outlook, elaborazioni Oliver Wyman

La compressione dei ritorni sui titoli di debito, che potrà ridurre il margine di interesse del 5%: nel 2018 le cedole obbligazionarie rappresentavano il 17% del margine di interesse delle banche italiane, che si confronta con il 10% circa per le altre banche in Europa – senza contare i connessi ricavi da trading. A fine 2018, il ritorno generato dallo stock dei titoli di debito delle banche italiane era superiore all'1,3%, con una durata media di circa 4 anni, a fronte di nuove emissioni che, a partire da giugno 2019, hanno fatto registrare rendimenti a 5 anni pari a circa lo 0,2%. A parità di rischiosità e di duration, nel 2023 tale compressione dei rendimenti sarà completamente riflessa nel margine di interesse (tavola 5).

TAVOLA 5: PORTAFOGLIO TITOLI – EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI MEDI

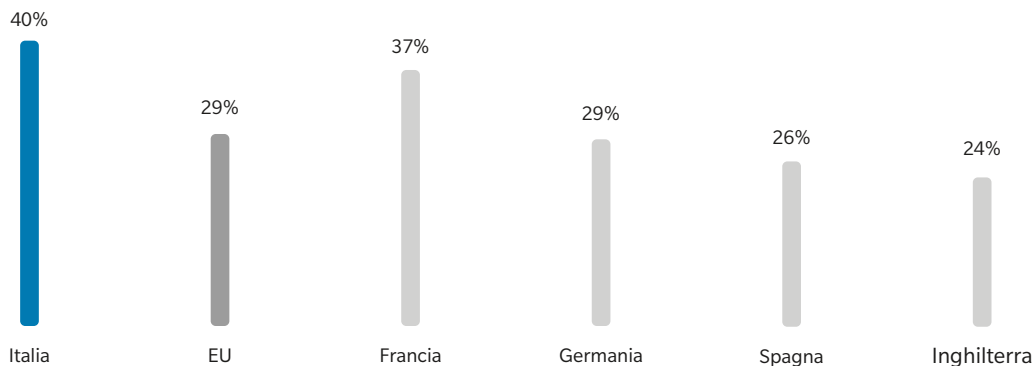
Principali banche italiane



1. Rapporto tra gli interessi attivi del portafoglio titoli di debito e il volume medio annuale del portafoglio titoli di debito
 Fonte : resoconti annuali di esercizio delle banche, Bloomberg

TAVOLA 6: INCIDENZA DEI RICAVI DA COMMISSIONI SUL TOTALE DEI RICAVI

Rapporto tra le commissioni nette e il margine di intermediazione a fine 2018



Fonte : ECB Statistical Data Warehouse

La compressione dei margini di gestione denaro potrà essere solo marginalmente mitigata dalla riduzione del costo dei depositi, già ai minimi e che difficilmente potrà andare in territorio negativo per la maggior parte della clientela al dettaglio e della raccolta sui mercati all'ingrosso. Anche le commissioni non potranno essere d'aiuto: i ricavi commissionali delle banche italiane sono già a livelli più elevati rispetto alle medie europee e la regolamentazione tenderà sempre più a favorire la concorrenza sui servizi finanziari e bancari, mettendo ulteriormente sotto pressione la marginalità (tavola 6).

Infine, a tale sfavorevole contesto macro-economico, si aggiungeranno: (i) l'evoluzione della regolamentazione, che comprimerà ulteriormente la profittabilità del credito attraverso il calendar provisioning e aumenterà ulteriormente i requisiti patrimoniali attraverso l'adozione delle linee guida della European Banking Authority (EBA) e la CRD4, e (ii) la necessità di completare il de-risking degli attivi non performing, dove le banche italiane sono ancora lontane dalla media europea.

TRE DISCONTINUITÀ NON PIÙ RIMANDABILI

L'importanza degli impatti sulla gestione economica delle banche italiane connessi allo scenario appena descritto potrebbe mettere seriamente in discussione la sostenibilità dell'attuale modello di business e la struttura stessa dell'industria bancaria.

Diverse ipotesi di consolidamento sono già apparse sui media e, come affermato nel nostro report *F=ma – La formula del successo per le banche in Italia* (2018), siamo convinti che la massa critica del sistema bancario italiano debba aumentare per sostenere la sfida posta dalla compressione dei margini e dalla rivoluzione digitale che sta investendo l'industria. Lo scenario appena descritto dovrà agire da stimolo ed accelerare un percorso di consolidamento che vediamo come obbligato.

Il consolidamento non sarà però sufficiente a ridare slancio all'industria bancaria italiana. Saranno anche necessarie (i) una decisa discontinuità nei modelli di business, per allineare la base dei costi ai ricavi disponibili, (ii) una gestione più sofisticata, dinamica e proattiva della struttura del bilancio, degli attivi e dei passivi, (iii) l'adozione di advanced analytics e del digitale nel processo del credito – dalle politiche creditizie, all'erogazione, al monitoraggio e al recupero.

DISCONTINUITÀ DEI MODELLI DI BUSINESS

La magnitudo della compressione dei ricavi implica la necessità di ripensare il business mix e la base dei costi.

Dal punto di vista del portafoglio di business, già nel nostro report del 2018 avevamo osservato come le banche che hanno fatto scelte di posizionamento strategico più lungimiranti riescano ad esprimere una creazione di valore maggiormente sostenibile: la focalizzazione sui business di wealth management/bancassurance da un lato e sul credito retail dall'altro ha offerto negli ultimi anni (e continuerà ad offrire) cost/income, ritorni sul capitale e livelli di assorbimento patrimoniale sostanzialmente migliori del classico business di banca commerciale universale.

Nel wealth management, le banche dovranno investire su strategie di nuova generazione che includano la graduale trasformazione del proprio modello di business dal semplice collocamento a servizi di advisory, più simili all'offerta delle reti di consulenti finanziari evolute. Queste nuove strategie dovranno essere accompagnate da modelli di pricing sempre meno legati all'andamento dei mercati. L'investimento nelle nuove tecnologie e negli advanced analytics potrà consentire alle banche italiane di affrontare la sfida, attraverso lo sviluppo di competenze avanzate di risk management, per valutare l'esposizione dei portafogli alle diverse tipologie di rischio, la predisposizione di strategie di investimento flessibili e attivabili ai primi segnali di crisi, nonché lo sviluppo di strumenti a supporto dell'attività di consulenza. Innovazione digitale e advanced analytics renderanno possibile offrire alla clientela affluente ciò che ora è disponibile solo alla clientela high-net-worth.

Nel credito retail e al consumo le banche dovranno recuperare le quote di mercato che negli ultimi dieci anni sono state loro sottratte dagli specialisti. Anche in questo caso la discontinuità tecnologica e regolamentare offre grandi opportunità di ridisegnare un modello di business in ottica maggiormente competitiva. Le direttrici di sviluppo dovranno comprendere i) lo sviluppo di piattaforme basate su application program interface (API), per consentire un collegamento semplice ai processi commerciali dei merchant fisici e digitali, ii) lo sviluppo di modelli innovativi di scoring basati su big data e advanced analytics, che permettano di prendere in tempo reale decisioni creditizie sulla base di informazioni accessibili digitalmente, iii) lo sviluppo di prodotti di credito "instant", erogabili in tempo reale all'insorgere della necessità, legata tipicamente ad un'esperienza di spesa presso merchant.

Oltre ad un approccio più coraggioso ed innovativo alla selezione dei business nei quali operare, le banche italiane non possono più procrastinare un'accelerazione della revisione degli attuali modelli di servizio, ancora eccessivamente imperniati sulle filiali e sui relativi modelli di funzionamento. Devono anche colmare il gap di produttività verso le altre banche europee, che già operano su un livello di efficienza migliore, con un rapporto tra i costi e il totale di raccolta e impieghi dell'1,0%, rispetto all'1,4% delle nostre banche.

La magnitudo del cambiamento necessario nel modello operativo è impressionante: a parità di condizioni, per neutralizzare la compressione dei ricavi e mantenere la redditività del capitale ai livelli attuali, le banche italiane dovranno ridurre la base costi di circa 5 miliardi di Euro, che corrispondono a circa 70.000 risorse e 7.000 filiali nel corso dei prossimi 5 anni. Per raggiungere un livello di remunerazione del capitale in linea con le altre banche europee (intorno all'8%), la base costi dovrebbe essere ridotta di ulteriori 5 miliardi di Euro.

Le banche più attive in Italia si sono già avviate da tempo nella direzione di una decisa ristrutturazione del proprio modello distributivo e dei propri processi interni in ottica digitale: basta un giro nei centri dei principali comuni italiani per rendersi conto della riduzione della presenza fisica delle banche. Ma a fronte di pochi pionieri, la maggioranza del mercato bancario appare ancora incerta nell'intraprendere una decisa ristrutturazione del proprio modello distributivo. Tale modello dovrà evolvere riconoscendo che la

maggior parte delle interazioni avvengono ormai attraverso i canali digitali e i call center, e che la digitalizzazione del business implica un'industria complessivamente meno labour-intensive, dove il lavoro si sposta dall'erogazione di servizi transazionali/amministrativi alla consulenza, su risparmio, credito, all'attività commerciale. Nuove competenze sono quindi sempre più necessarie.

Le principali aree di intervento includeranno:

Interazione con la clientela

La revisione end-to-end dei processi di interazione con la clientela che dovranno da un lato sfruttare la potenza degli advanced analytics per segmentare i clienti, discriminare i rischi e monitorare la soddisfazione, dall'altro prevedere una customer experience in linea con quella offerta dalle Big Tech.

Sistema dei controlli

L'adozione di advanced analytics e di tecnologie di machine learning e artificial intelligence, per ridurre la componente manuale del sistema dei controlli di primo, secondo e terzo livello – dove le banche italiane dovrebbero valutare l'opportunità di investire su soluzioni comuni.

Piattaforme IT

L'evoluzione delle piattaforme proprietarie IT di core banking, che rappresentano ormai un vincolo strutturale all'evoluzione verso modelli di funzionamento pienamente digitali, e risultano sempre più inefficienti e difficili da governare a fronte dei nuovi layer digitali basati su API. Anche in questo contesto, ci sono spazi per investire su soluzioni comuni, eventualmente in collaborazione con fornitori di tecnologia e servizi.

Competenze e know-how

La creazione delle competenze necessarie per competere in un mondo digitale, dove i ruoli di filiale e middle e back-office saranno fortemente impattati, mentre quelli connessi al trattamento e all'analisi dei dati (data scientist, data manager, ecc.), alla gestione del cambiamento (scrum master, cx experience, change manager, ecc.), alla gestione delle nuove tecnologie (cloud, blockchain, chatbot, virtual reality, ecc.) saranno molto richiesti.

Oltre il 45% della forza lavoro attualmente impiegata nel banking dovrà acquisire nuove competenze.

GESTIONE DINAMICA DEL BILANCIO

A fronte della significativa riduzione dei ritorni su tutte le principali categorie dell'attivo e del passivo dei loro bilanci, le banche italiane dovranno interrogarsi sulla struttura del loro bilancio, sull'opportunità di continuare a detenere attivi e passivi che non generano più valore e sulla velocità di rotazione necessaria per garantire un ritorno adeguato.

Qual è la dimensione, rischiosità e duration ottimale del portafoglio investimenti obbligazionari? Esistono investitori terzi che possano detenere i mutui residenziali erogati dalle banche, come avviene in altri mercati, riducendo l'impegno di capitale e bilancio su un attivo che non produce valore? Quante delle relazioni con medie e grandi imprese producono valore economico e remunerano il capitale di rischio impegnato? Qual è l'elasticità al prezzo dei depositi? Queste sono alcune delle domande a cui le banche italiane dovranno trovare risposta per tornare a generare valore, in un futuro caratterizzato da bassa crescita delle masse e ritorni decrescenti. Se, dopo la crisi del 2008, il sistema bancario ha lavorato per ottimizzare il crescente assorbimento di capitale, principalmente attraverso la validazione dei modelli interni e l'accuratezza nella misurazione dei risk-weighted assets (RWA), nei prossimi anni l'elemento competitivo differenziante diventerà la capacità di massimizzarne il ritorno, allocandolo sugli attivi che generano valore, aumentando la velocità di rotazione degli attivi stessi attraverso modelli di partnership con investitori istituzionali, e minimizzando il costo della raccolta e del capitale.

Tre le principali aree d'azione:

**Ripensare
la struttura
del bilancio**

Sarà necessario valutare la capacità attuale e prospettica delle business line di generare valore in relazione alle risorse finanziarie (capitale e liquidità) utilizzate. La maggior parte delle banche italiane già dispone di strumenti che consentono di simulare strategie alternative di allocazione del capitale e di misurarne gli impatti sul profilo di rischio e sul ritorno atteso. Sono poche però quelle che, nel condurre tale esercizio, riescono a mettere concretamente in discussione assetti di business storici, ad esempio guardando a 360° al valore commerciale dei mutui retail, oltre che al solo valore economico generato dal loro mantenimento in bilancio, o il perseguimento del business imprese a condizioni non economiche. Ancora meno quelle che hanno già introdotto una strategia di erogazione creditizia rigorosa e vincolante, e decisioni commerciali.

**Gestire
dinamicamente
attivi e passivi**

Andrà potenziata la capacità di aumentare la velocità di rotazione degli attivi e di distribuire ad investitori terzi gli attivi per i quali la redditività generata non giustifica il costo del capitale, o per i quali la domanda eccede l'appetito creditizio della banca (ad esempio nel mercato del private debt). A tal fine, le banche dovranno, oltre che adeguare le policy di rischio coerentemente con la necessità di detenere esposizioni per brevi periodi, sviluppare forme tecniche adatte a programmi di cessione ripetitivi, migliorare la loro comprensione del panorama degli investitori e del loro appetito al rischio (quali classi di attivo, quali profilo di rischio-rendimento, quali strutture, ecc.), mappare le esposizioni in bilancio dove esistono opportunità di vendita, e dotarsi di competenze e strumenti per aumentare l'attrattività e versatilità delle proposte.

**Riconfigurare
i modelli di gestione
della liquidità e
del portafoglio
investimenti**

Bisognerà migliorare la gestione della raccolta attraverso la comprensione dell'elasticità al prezzo dei diversi segmenti di clientela e le relative opportunità di re-pricing, minimizzando i buffer di liquidità disponibile e rimettendo in discussione appetito al rischio, dimensione e profilo di rischio degli investimenti finanziari.

CREDITO 2.0

I prodotti ed il processo del credito assorbono ancora la maggior parte degli attivi e delle risorse umane delle banche italiane.

Le opportunità offerte dalle nuove tecnologie per trasformare il mondo del credito sono ancora per molti versi inesplorate dalle banche italiane, che, nella maggior parte dei casi, non utilizzano se non marginalmente l'enorme mole di dati disponibili sui loro clienti (a partire da quelli sui conti correnti e sui pagamenti), e non fanno uso delle informazioni disponibili sul web, né delle potenzialità offerte dagli advanced analytics per analizzare tali dati ed informare le proprie politiche creditizie, i processi di assunzione e di monitoraggio dei rischi.

Le banche che per prime saranno in grado di evolvere verso il credito 2.0 acquisiranno un vantaggio competitivo formidabile sulle altre e saranno meglio in grado di contrastare la minaccia competitiva proveniente dalle neo-banks e da competitor bancari europei più avanzati sul digitale.

Sulla base delle nostre esperienze, facendo opportunamente leva su tali informazioni, i processi di segmentazione e di marketing possono essere svolti a livello di singolo cliente e non di segmento, la potenza discriminatoria dei rating può aumentare in maniera significativa, ed il monitoraggio del credito può avvenire quasi in tempo reale.

DUE SIRENE DA NON ASCOLTARE

Le discontinuità delineate sopra sottendono un'elevata complessità e rischi di execution, oltre che investimenti rilevanti, ma non possono più essere rimandate. Le banche italiane non devono ascoltare il canto delle sirene che potrebbero invece suggerire di aumentare l'appetito al rischio e/o di ridurre il livello degli investimenti.

AUMENTARE L'APPETITO PER IL RISCHIO DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI

Nelle attuali condizioni economiche e monetarie, aumentare l'appetito per il rischio degli investimenti (attraverso un aumento della duration o della loro rischiosità implicita) non appare una strategia sostenibile. La struttura piatta delle curve di tasso e di credito rendono modesti i benefici ottenibili, anche a fronte di incrementi significativi della duration: ad esempio per rinnovare un titolo governativo italiano acquistato ad inizio del 2018 con scadenza di 5 anni, preservandone il rendimento (pari a circa 2,0%), sarebbe oggi necessario reinvestire in un BTP con durata di oltre 30 anni, moltiplicando quindi per 6 volte l'esposizione al rischio di tasso e di credito per l'investitore. Lo stesso discorso vale per il profilo di rischio implicito degli investimenti: sarebbe infatti necessario aumentarlo significativamente per replicare i ritorni attuali (investendo ad esempio su obbligazioni sub-investment grade corporate), che peraltro potrebbero presentare problemi di liquidità in caso di tensioni sui mercati, aumentando le perdite potenziali.

RIDURRE IL LIVELLO DEGLI INVESTIMENTI

A fronte delle conseguenze dello scenario macroeconomico e dei tassi sopra descritto, la tentazione di ridurre gli investimenti in nuove tecnologie e nella digitalizzazione sarà elevata, ma da evitare. Come descritto nel nostro report del 2018, le banche italiane hanno già accumulato un gap di investimenti nel digitale rispetto ai principali competitor europei. A questo si aggiunga che anche in Italia ormai la maggior parte dei clienti non interagisce più con la banca attraverso le filiali, ma attraverso i nuovi canali digitali e i call center, che la customer experience attesa è in linea con quella offerta da Amazon e che i millennial tendono ormai a rivolgersi verso le challenger bank e le fintech, come dimostrato dalla crescita esponenziale dei clienti delle neo-banks - più che raddoppiati nel corso dell'ultimo anno.

Gli investimenti nel digitale devono aumentare e non diminuire. In tale contesto, sarà fondamentale la capacità di concentrarli in aree individuate a fronte di business case e proof of concept credibili e dettagliati, di monitorarne efficacemente l'esecuzione e comunicarla agli investitori, e di fare leva su ecosistemi – open banking – che consentano di aumentare la capacità di innovazione e di rendere disponibili tutte le competenze che le banche non hanno, o non sono in grado di attrarre.

UNA NECESSITÀ: IL REALISMO

L'insieme degli interventi indicati costituisce un cambiamento sostanziale del modo di fare banca, che, se affrontato in maniera strutturale, può manifestare i propri effetti economici nell'arco di due piani industriali. Da un lato questo può apparire come un periodo di tempo troppo lungo per impegnarsi, inducendo il management a “navigare a vista”. Dall'altro riteniamo che solo chi sarà in grado di dimostrare una visione chiara di come evolvere potrà avere nei prossimi anni il sostegno del mercato. Investitori, regolatori, clienti supporteranno progressivamente chi sarà in grado di offrire un ritorno più in linea con il costo del capitale, un flusso di dividendo prevedibile, un profilo di rischio più contenuto, un business mix meno volatile, e un approccio digitale più fluido e supportato da nuove competenze professionali, più orientate alla consulenza in materia finanziaria e creditizia.

La trasformazione non è di poco conto e richiederà, per avere successo, un significativo supporto degli stakeholder più rilevanti ed impattati – in primis governo e dipendenti. Le banche dovranno ingaggiare entrambe le parti su un dialogo orientato al futuro, nel quale le istituzioni finanziarie devono tornare ad essere soggetti economici in grado di sostenersi e di contribuire allo sviluppo e all'ammodernamento del paese, e non “malati” bisognosi di continue cure e attenzioni. La ristrutturazione del settore comporterà un enorme sforzo di trasformazione delle competenze professionali e anche una probabile riduzione della forza lavoro complessiva impiegata, come sta accadendo in tutti i settori ad elevata componente di lavori amministrativi e ripetitivi. È necessario che non si neghi la realtà e si cominci a discutere degli strumenti con i quali accompagnare questa trasformazione in maniera da creare un settore bancario più forte e “fit for the future”.

Tutti i diritti riservati. Questo rapporto, sue 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. Sono vietate 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 in ciò 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 questorapporto, 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.

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

Per maggiori informazioni contattate 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

GLI AUTORI

Claudio Torcellan
Partner, Milano
+39 02 30577558
claudio.torcellan@oliverwyman.com

Giovanni Viani
Partner, Milano
+39 02 30577504
giovanni.viani@oliverwyman.com

CON IL CONTRIBUTO DI:

Emiliano Carchen
Davide Furlan
Emanuele Corti

www.oliverwyman.com

Copyright © 2019 Oliver Wyman