



Dall'età dell'oro alla prova del futuro

Le banche italiane di fronte alle scelte che contano

OLIVER WYMAN
A MARSH BUSINESS

Le banche italiane vivono una fase di redditività senza precedenti, sostenuta da margini elevati, bilanci rafforzati e condizioni macro favorevoli. Ma tra utili record e trasformazione tecnologica si apre un passaggio critico: distribuire valore nel breve o investire per consolidare la competitività futura? In questo dilemma, il report individua due no-brainer: un maggiore rigore nell’allocazione degli investimenti e lo snellimento o il ripensamento dei processi in parallelo all’adozione dell’AI. In aggiunta, si sofferma su due nodi strategici: il modello bancario nell’era dell’AI e il ruolo dell’M&A sia a livello domestico che nel contesto europeo, concludendo con uno sguardo non convenzionale ai rischi emergenti.

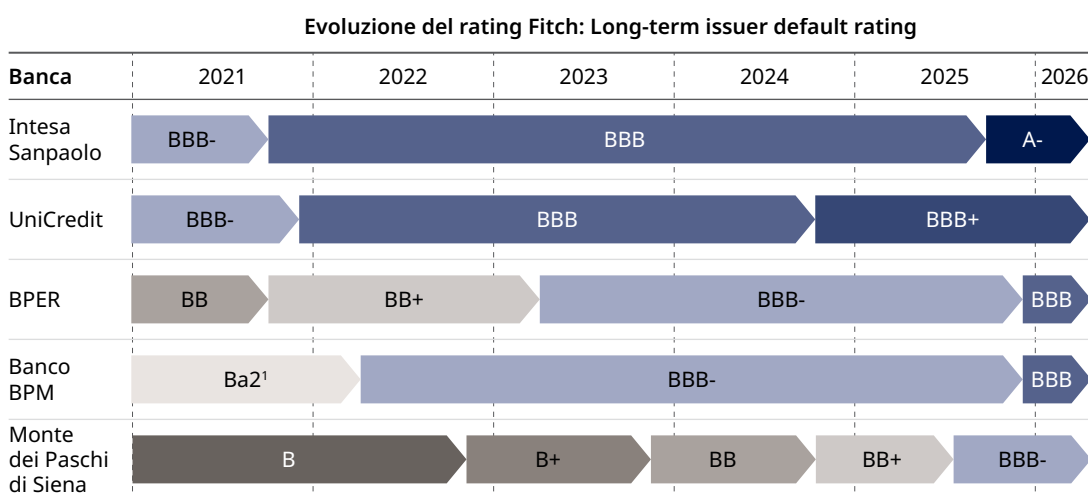
L’età dell’oro dei profitti record e dei bilanci più solidi

Le banche italiane stanno attraversando una fase di redditività particolarmente favorevole. Nel 2025 i principali gruppi hanno registrato profitti pari a quasi due volte quelli del 2022, dopo oltre un decennio caratterizzato da tassi prossimi allo zero o negativi e da un lungo processo di risanamento dei bilanci. A sostenere i risultati positivi hanno contribuito l’espansione del margine di interesse, la resilienza delle commissioni, un costo del rischio particolarmente contenuto e una disciplina costante sui costi operativi.

Il quadro macroeconomico ha fornito ulteriore supporto. La risalita dei tassi ha consentito un riprezzamento degli attivi più rapido rispetto alle passività, ampliando i margini. In parallelo, la compressione dello spread tra BTP e Bund e la revisione al rialzo del merito di credito dell’Italia hanno lenito il rischio sovrano percepito, con effetto positivo sui rating degli istituti.

Figura 1: Evoluzione del rating delle principali banche italiane

Gennaio 2021 – febbraio 2026



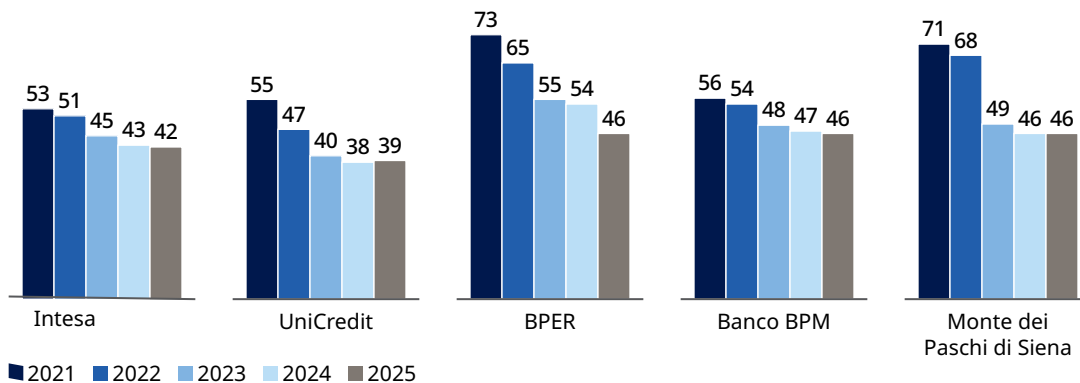
Legenda: in blu rating a livello di «investment grade», altrimenti in grigio

1. Rating Moody's. Rating Fitch e S&P non disponibili in quella fascia temporale

Fonte: Analisi Oliver Wyman

A questi fattori ciclici si aggiungono elementi più strutturali. Gli anni di riduzione degli NPL e di gestione prudente del credito hanno lasciato in eredità portafogli più solidi e livelli di capitale elevati. La razionalizzazione della rete fisica, la digitalizzazione dei processi, il ricambio generazionale e una maggiore disciplina nei processi di acquisto di beni e servizi hanno consolidato l'efficienza.

Figura 2: Evoluzione del cost-income ratio negli ultimi 5 anni, %



Fonte: dati pubblici (bilanci e comunicazioni)

In questo contesto, anche le politiche di remunerazione degli azionisti hanno raggiunto livelli difficilmente ipotizzabili fino a pochi anni fa, con dividendi e buyback ai massimi storici.

IL PASSAGGIO CRITICO

Risultati di breve vs. investimenti per il futuro

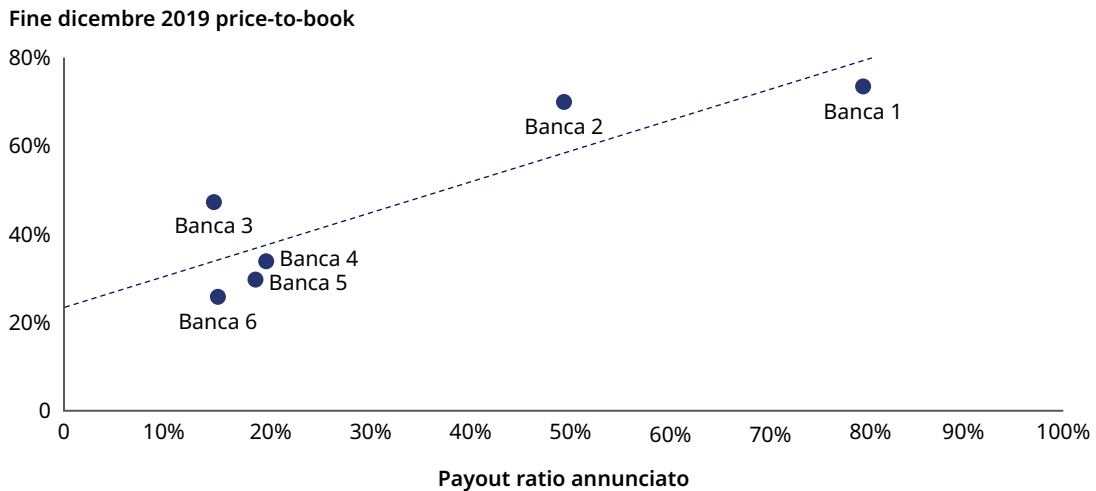
Se lo sguardo si estende al medio-lungo termine, la sostenibilità dell'attuale fase di redditività dipenderà dalla capacità delle banche di trasformare la discontinuità tecnologica in vantaggio competitivo, in termini di efficienza, time to market, qualità del servizio al cliente e tenuta competitiva nell'era della piena digitalizzazione e dell'intelligenza artificiale. L'attuale livello di utili offre una finestra favorevole per investire, ma il mercato continua a premiare risultati monetizzabili nel breve periodo.

Il settore si trova così di fronte a un dilemma strutturale. Da un lato, la disciplina richiesta dagli investitori è chiara: payout elevati, programmi di buyback e rigorosa attenzione ai costi. Dall'altro, il salto tecnologico in atto (intelligenza artificiale, gestione avanzata dei dati, digitalizzazione dei processi, cybersecurity) richiede investimenti ingenti, con ritorni spesso distribuiti su orizzonti temporali più lunghi.

Il rischio è duplice: sottoinvestire, compromettendo rilevanza competitiva, qualità della relazione con la clientela e capacità di valorizzare i dati; oppure investire in modo inefficiente, attraverso iniziative frammentate, senza una regia strategica gestita dal centro o chiari indicatori di creazione di valore, generando costi senza una reale trasformazione.

In passato, il mercato sembrava privilegiare quasi meccanicamente la remunerazione immediata. Alcuni anni fa, infatti, si osservava una correlazione significativa tra capitalizzazione di mercato e payout, correlazione riscontrata non tanto con l'utile netto in sé, quanto piuttosto con la quota di utili che l'istituto si impegnava a distribuire sotto forma di dividendi.

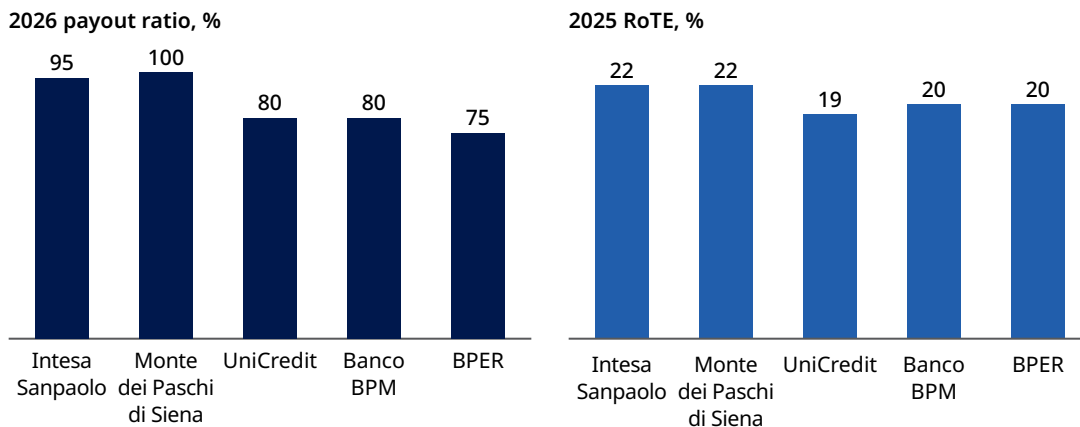
Figura 3: Correlazione tra price-to-book ratio e dividend payout annunciato a fine 2019



Questo indicatore segnalava sia la fiducia del management nell'adeguatezza della dotazione patrimoniale dell'istituto, sia la promessa agli azionisti di un ritorno tangibile e rapidamente monetizzabile.

Oggi il quadro appare diverso. Le principali banche adottano tutte politiche di distribuzione generose e i livelli di redditività sono elevati e relativamente omogenei.

Figura 4: Payout ratio annunciato per il 2026 (incluso buyback)¹ e RoTE 2025 per le principali banche italiane



1. Quota dichiarata dell'utile netto del 2025 che verrà distribuita agli azionisti (come dividendo o share buyback) nel 2026

Fonte: Dati pubblici (comunicati stampa)

In questo contesto, gli investitori tendono a valorizzare la credibilità delle prospettive incrementalmente di redditività rispetto allo scenario inerziale o alle attese: capacità di generare crescita organica, di migliorare ulteriormente l'efficienza, di realizzare programmi trasformativi o operazioni di M&A che creino reale valore per gli azionisti.

Le banche si trovano quindi di fronte alla necessità di ottimizzare il compromesso tra investimenti di medio-lungo periodo e risultati di breve. All'interno di questo equilibrio, riteniamo esistano due no-brainer che andrebbero intrapresi indipendentemente dal posizionamento prescelto.

PRIMO NO-BRAINER

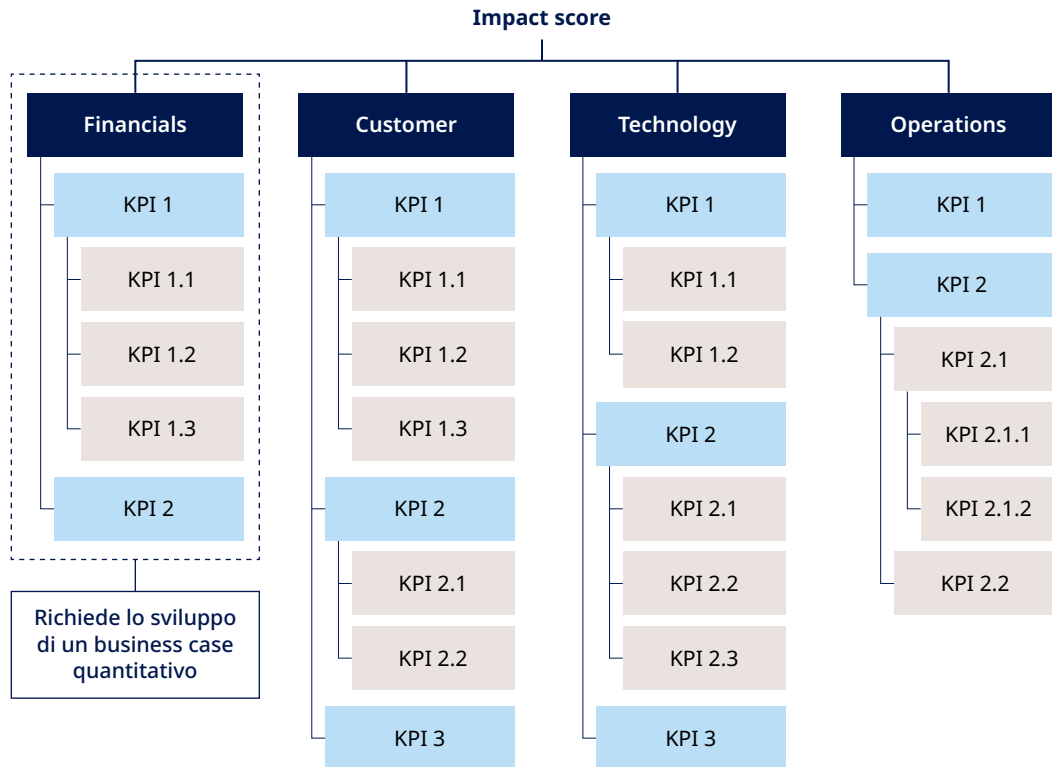
Ottimizzare l'allocatione degli investimenti

Indipendentemente dall'ammontare delle risorse a disposizione, è possibile allocare queste ultime in modo più efficiente e scientifico. Il punto non è dunque spendere di più, ma investire meglio. Il panorama attuale offre un ampio margine di ottimizzazione dell'allocatione dei fondi, con spazio concreto per generare valore significativo attraverso un migliore ordinamento delle progettualità: evitare le iniziative "a pioggia" (distribuite in modo frammentato) e quelle guidate da equilibri interni; centralizzare le logiche di prioritizzazione degli investimenti; introdurre business case supportati da metriche quantitative robuste e oggettivamente misurabili e monitoraggio dei risultati nel continuo.

Una disciplina più stringente richiede una selezione più concentrata delle iniziative, con meno progetti ma di maggiore impatto, adeguatamente finanziati e governati attraverso indicatori chiari di creazione di valore: cost-to-serve, riduzione dei tempi di ciclo, migliore esperienza del cliente, tassi di conversione, riduzione degli errori operativi, automazione effettiva dei processi, stime credibili di crescita dei ricavi, di ottimizzazione dei costi o del capitale. Già solo richiedere ai proponenti un business case quantitativo degli investimenti proposti, sui cui impegnarsi ed essere monitorati nel continuo fino al termine dell'iniziativa, aiuta enormemente a confrontare e prioritizzare i progetti di investimento, permettendo di scegliere quelli più promettenti e a maggior valore aggiunto.

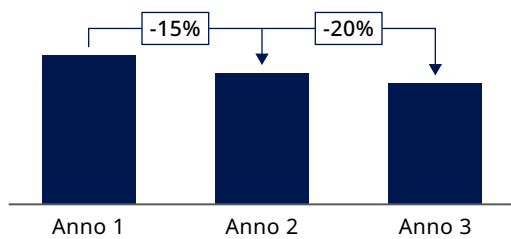
Nostre recenti esperienze mostrano come, così facendo, sia stato possibile ottimizzare il budget investimenti annuale di circa il 20% nell'ambito di un piano industriale, aumentando al tempo stesso di oltre il 10% i benefici dei business case degli investimenti approvati.

Figura 5: Valutazione scientifica degli investimenti: approccio illustrativo e impatto
Scorecard di valutazione degli investimenti

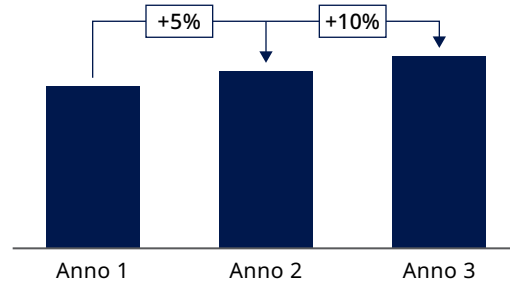


Impatti

Evoluzione del capital budget



Evoluzione dei business case del portafoglio investimenti



Fonte: Oliver Wyman

Rientra in questa logica anche una valutazione più attenta del ricorso a competenze esterne, che dovrebbe essere orientato all'acquisizione di capacità realmente additive e non alla copertura di esigenze strutturali e ricorrenti che potrebbero essere soddisfatte in modo più efficiente attraverso insourcing delle attività con rafforzamento delle strutture interne. Spesso, il costo del lavoro e il costo delle consulenze esterne vengono guardati in modo separato, generando così il rischio di ottimizzare le singole voci ma non il totale.

Ripensare il “modo di fare le cose” in parallelo alla trasformazione tecnologica

Nonostante il dibattito recente si concentri significativamente (e condivisibilmente) sull'intelligenza artificiale, non va dimenticato che una parte rilevante della trasformazione dovrebbe prima di tutto, e poi parallelamente, essere effettuata attraverso modalità più tradizionali, fondate su semplificazione intelligente e razionalizzazione operativa.

Un simile approccio, infatti, può portare a risultati significativi anche partendo da aggiustamenti relativamente semplici, come la revisione critica di regole e prassi stratificate nel tempo. Ad esempio, alcune regole del credito, introdotte sulla base di giudizi esperti e in momenti storici differenti dall'attuale, sono ancora osservate in molte realtà, generando talvolta sovrapposizioni, duplicazioni di controlli e ripetizioni di attività analoghe in fasi diverse del processo. La maggiore disponibilità di dati oggi consente di valutare in modo più oggettivo il contributo effettivo di tali regole, identificando ciò che realmente genera valore.

Analogamente meritano molti processi che possono essere analizzati da un punto di vista diverso: end-to-end anziché per funzione organizzativa, per natura di attività anziché per processo funzionale.

La proliferazione di varianti di prodotto ed eccezioni operative offre ulteriori occasioni di intervento. Ridurre offerte sostanzialmente simili e dunque sovrapponibili, causa di complessità procedurali e informatiche, può generare benefici tangibili.

Infine, la razionalizzazione dei controlli rappresenta una leva significativa. Osservando i controlli non solo per fase di processo, ma per natura e finalità, emerge talvolta come verifiche analoghe siano svolte con modalità differenti (sistematica, a campione, automatica), oppure rese superflue da automatizzazioni introdotte a monte.

Questi interventi, sebbene talvolta onerosi e difficili da far succedere anche per ragioni di equilibri interni, sono a nostro avviso prerequisiti essenziali affinché eventuali e successive iniziative di intelligenza artificiale producano benefici reali, anziché agire sulla complessità esistente.

In questo senso, nostre recenti esperienze mostrano che, nonostante l'attenzione dedicata all'efficienza negli ultimi 15 anni, dalla pura semplificazione o ridisegno dei processi è possibile ottenere riduzioni di costo a doppia cifra, e che i benefici più che raddoppiano se a tale semplificazione si somma l'adozione di intelligenza artificiale.

La banca nell'era dell'AI: adattamento o ripensamento del modello?

Meno ovvie rispetto alle considerazioni di cui sopra sono invece le conclusioni da trarre su quale modello privilegiare in un momento storico caratterizzato da un'evoluzione tecnologica senza precedenti, e con quale urgenza.

Nel contesto dell'evoluzione tecnologica e dell'intelligenza artificiale, le banche si trovano di fronte a una sfida cruciale: non solo adottare nuove tecnologie, ma ripensare in modo strutturale architetture IT, organizzazione del lavoro e servizio alla clientela.

Il primo dilemma, connesso alla necessità di rinnovarsi senza compromettere la continuità operativa, vede le banche confrontarsi con due grandi approcci alternativi: possono scegliere di creare una banca parallela (o piattaforma greenfield), affiancata ai sistemi legacy e inizialmente utilizzata per segmenti limitati di clientela o prodotto; o possono procedere con un re-platforming incrementale, caratterizzato dalla modernizzazione progressiva dei sistemi esistenti, con la sostituzione modulo per modulo dei componenti legacy.

L'opzione della banca parallela consente di innovare rapidamente, testare nuove soluzioni e ridurre il rischio di impatti sulla struttura operativa esistente, ma, dall'altro lato obbliga alla gestione di una doppia infrastruttura, con complessità operative, costi temporaneamente duplicati e il rischio di rimandare troppo a lungo la migrazione completa. Il re-platforming incrementale, invece, riduce la possibilità di assistere a "big bang tecnologici" e permette di distribuire investimenti e rischi nel tempo, senza duplicare i costi. Entrambi gli approcci, in ogni caso, rendono imprescindibile la migrazione verso il cloud, infrastruttura abilitante per scalabilità, resilienza, rapidità di sviluppo e adozione efficace dell'AI.

L'innovazione tecnologica deve poi essere guidata da una visione strategica chiara del modello di business e di servizio futuro. Focalizzandosi ad esempio sul retail, finora il modello si è basato su fidelizzazione, cross-selling e valorizzazione della relazione: il cliente più redditizio era quello che utilizzava la stessa banca per tutti i suoi bisogni e lasciava che la relazione con essa accompagnasse le scelte fondamentali, dalle quali la banca ricavava margine extra. Comportamenti emergenti e nuove tecnologie mettono a rischio questo paradigma, favorendo la diversificazione dei fornitori finanziari in base alla necessità del momento e abbattendo le barriere informative che tradizionalmente legavano il cliente alla propria banca. Scenari futuri non troppo lontani vedono il cliente ingaggiare un'AI agentica che, alla luce di intenti e linee guida impostate dall'utente, agisce per suo conto e acquista prodotti e servizi finanziari da una pluralità di banche, seguendo esclusivamente logiche di convenienza. Già oggi si osserva come clienti di ogni età e profilo utilizzino diverse istituzioni finanziarie contemporaneamente, a seconda del prodotto o servizio, assumendo scelte sempre più autonome e opportunistiche. La digitalizzazione e semplificazione dei prodotti, accompagnate dall'integrazione dei servizi finanziari nei momenti d'acquisto quotidiani, come nelle soluzioni buy-now-pay-later al checkout, rendono inoltre più semplice instaurare nuove relazioni finanziarie al di fuori del circuito bancario tradizionale.

Al momento, questi trend non si sono ancora tradotti in cambiamenti di massa, e la relazione personale e il valore della fiducia continuano a svolgere un ruolo importante. Le banche hanno quindi ancora tempo per realizzare la trasformazione, ma tale tempo non va sprecato. Il dilemma per gli istituti è se saltare proattivamente su questa nuova tendenza (ad esempio sviluppando propri assistenti AI o aprendo maggiormente la propria piattaforma tramite l'open banking) oppure adottare una strategia difensiva volta a ritardare il fenomeno. In ogni caso, ignorare l'avvento dell'AI agentica non è un'opzione priva di conseguenze: il rischio è di perdere progressivamente rilevanza competitiva. Il modello a tendere sarà probabilmente quello che offre servizi digitali e assistenti finanziari AI come impostazione predefinita, ma li combina con una presenza umana attivata quando il valore aggiunto ne giustifica il costo.

Il consolidamento: non solo domestico, ma anche cross-border per esportare competenze e performance

Per le banche mid-size, la capacità di investimento è strutturalmente inferiore a quella dei grandi gruppi, come si vede chiaramente nei piani industriali, dove i budget stanziati sono spesso significativamente inferiori: per le banche più grandi (UniCredit, Intesa Sanpaolo) gli investimenti annunciati negli ultimi piani industriali presentati ammontano a circa un miliardo di euro all'anno o più, mentre per le banche medie tale somma si aggira intorno ai 150-200 milioni di euro. E se si guarda agli annunci delle principali banche americane, gli investimenti sono 10-20 volte superiori a quelli delle nostre grandi banche. Se è vero che una parte degli investimenti delle grandi banche va a fronteggiare una maggiore complessità, il fattore scala resta in questo caso determinante. Pertanto, per molte banche medie, come peraltro ampiamente discusso in molte sedi, il consolidamento è una grande opportunità non solo per creare scala negli investimenti IT e cyber, ma anche per ripensare processi e metodi di lavoro, innovare e diversificare il modello di business, diluire i costi fissi di compliance e controllo, e costruire piattaforme operative sostenibili. È quindi plausibile che il consolidamento osservato finora non sia ancora concluso.

Anche il tempismo conta: più tardi si consolida, più a lungo durerà questa fase di limbo in cui le banche potenzialmente protagoniste di questo ulteriore processo di consolidamento saranno indotte a focalizzarsi su risultati di breve per sostenere la capitalizzazione di mercato, riducendo o posticipando investimenti trasformativi.

Meno di frequente dibattuto è invece l'M&A cross-border che, tuttavia, anche considerando le note barriere che ancora esistono in Europa, si configura oggi come una delle principali direttrici di creazione di valore. Per le banche più grandi, la crescita domestica inorganica è spesso limitata o non percorribile per ragioni antitrust e, più in generale, i programmi di buyback risultano progressivamente meno incisivi in ragione dell'enorme aumento delle capitalizzazioni osservato negli ultimi anni.

In Europa esiste una significativa forbice di valorizzazione in borsa tra le diverse banche, che separa chiaramente gli istituti più solidi e performanti da quelli che lo sono meno. Le nostre principali banche appartengono decisamente al primo di questi due gruppi e ciò crea per loro la possibilità di generare valore attraverso il trasferimento di best practice verso target meno performanti, anche al di là delle tradizionali sinergie di costo tipiche di un'operazione domestica.

Un ulteriore elemento di novità tutt'altro che trascurabile è rappresentato dall'atteggiamento delle autorità di vigilanza europee, progressivamente più favorevoli a operazioni cross-border come tassello dell'integrazione finanziaria. In casi recenti, l'autorità di vigilanza ha autorizzato la banca acquirente a scendere temporaneamente sotto i propri target di capitale, consentendo un successivo ripristino organico dei ratio patrimoniali senza ricorrere ad aumenti di capitale.

Uno sguardo ai rischi emergenti in un contesto in continuo mutamento

Come analizzato, l'attuale età dell'oro dei profitti non è motivo per abbassare la guardia. Anzi, proprio nei momenti più favorevoli è fondamentale mantenere alta l'attenzione sui possibili rischi all'orizzonte, in particolare in un contesto caratterizzato da profondi cambiamenti, come quello che stiamo vivendo, dove emergono quindi nuovi rischi che richiedono nuove metodologie e nuovi framework di gestione. Senza la pretesa di essere esaustivi, richiamiamo una lista di rischi "non tradizionali" che riteniamo di particolare attualità e meritevoli di approfondimento.

Imprevedibilità e capacità di reazione

Se guardiamo al recente passato, i cambiamenti più profondi hanno spesso superato le previsioni più fantasiose. E in uno scenario in cui l'unica certezza sembra essere diventata l'incertezza (si pensi alle "unknown unknowns" citate da Donald Rumsfeld), diventa decisiva la capacità di adattamento. È utile che le istituzioni finanziarie ripercorranò gli eventi di rottura più recenti (dalla pandemia da Covid-19 allo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina, al conflitto Israele-Palestinese fino all'introduzione di nuovi dazi commerciali da parte degli Usa nei confronti dei loro tradizionali alleati o all'attuale escalation del conflitto in Medio Oriente) per valutare il grado di reattività dimostrato e trarne insegnamenti per il futuro. In generale, un'organizzazione semplice e lineare, con ruoli e responsabilità ben definiti e una catena decisionale corta, risulta più agile e pronta a rispondere a cambiamenti improvvisi.

Sconvolgimenti geopolitici

I mutamenti del contesto globale stanno mettendo in discussione equilibri che fino a poco tempo fa sembravano consolidati. L'incrinarsi di alleanze pluri-decennali e un ricorso molto più disinvolto alle armi come soluzione di controversie internazionali creano un livello di incertezza impensabile fino a poco tempo fa. Poiché un nuovo assetto stabile non si è ancora delineato, diventa cruciale per le banche mappare la presenza geografica e le filiere di approvvigionamento dei propri clienti, nonché i mercati di destinazione. Disporre di questa visibilità consente di comprendere rapidamente quali segmenti del portafoglio sarebbero maggiormente colpiti da mutamenti del panorama geopolitico come conflitti, sanzioni o restrizioni commerciali, e dunque quantificare l'impatto di specifici scenari e predisporre rapidamente misure di mitigazione in caso di loro materializzazione.

Interconnessione tecnologica, rischio informatico e dipendenza da terze parti

L'evoluzione tecnologica ha reso i sistemi informativi più avanzati ma anche più interconnessi, e dunque più vulnerabili a eventuali attacchi informatici e al rischio di terze parti legato a fornitori esterni critici. Le nuove tecnologie, AI inclusa, offrono inoltre strumenti sempre più sofisticati a hacker e truffatori. Diventa quindi imprescindibile elevare gli standard di sicurezza informatica e rafforzare il controllo sui partner esterni, poiché vulnerabilità in questi ambiti possono propagarsi rapidamente e causare danni su larga scala.

Capitale umano e cultura organizzativa

Un rischio meno visibile ma altrettanto rilevante riguarda competenze e cultura interna. La trasformazione digitale e l'intelligenza artificiale richiedono capacità specialistiche che non sempre sono coperte in misura adeguata. E la difficoltà di attrarre e trattenere talenti tecnologici, unita a possibili resistenze al cambiamento, può rallentare l'adattamento della banca alle trasformazioni esterne. Il rischio, in questo caso, è quello di rimanere indietro per inefficienze non finanziarie ma organizzative. Investire in formazione continua, introdurre figure esperte nelle nuove tecnologie, promuovere una cultura orientata all'innovazione e fornire un ambiente di lavoro attraente e con chiare opportunità di crescita legate al merito sono tutte mosse importanti per sostenere nel tempo la competitività.

Esposizione al private credit: il rischio che può rientrare dalla finestra

Negli ultimi anni il private credit ha colmato spazi lasciati dalle banche in segmenti percepiti come troppo rischiosi o poco efficienti in termini di capitale. Questo non significa però che il rischio sia sparito: può rientrare nel sistema bancario attraverso le interconnessioni tra banche e fondi, in particolare tramite linee di finanziamento ai veicoli. In uno scenario di stress, un repricing dei portafogli di private credit oppure un default di alcuni fondi può tradursi rapidamente in perdite o pressione di liquidità. Il tema è reso più acuto dalla composizione settoriale: una quota rilevante del private credit è esposta a comparti come software e tech, potenzialmente impattati in modo significativo dall'AI; il rischio è un repricing simultaneo di valuation e credito. La lezione non è demonizzare il private credit, ma presidiare il canale: trasparenza e chiarezza su perimetro e entità delle esposizioni, stress test su collateral/settori e una governance specifica delle esposizioni verso fondi e veicoli non bancari.

In sintesi, la fase di elevata redditività offre alle banche una posizione di forza, ma anche una responsabilità. I profitti attuali possono rappresentare una rendita temporanea o il capitale con cui rafforzare strutturalmente resilienza, capacità di adattamento e vantaggio competitivo. E la differenza dipenderà in gran parte dalla volontà e dalla capacità di intraprendere scelte strategiche coraggiose.

Oliver Wyman, a Marsh (NYSE: MRSB) business, is a management consulting firm driven by deep industry insight, bold innovation, and a collaborative approach that cuts through complexity to help organizations navigate their most defining transformative moments. Marsh is a global leader in risk, reinsurance and capital, people and investments, and management consulting, advising clients in 130 countries. With annual revenue of \$27 billion and more than 95,000 colleagues, Marsh helps build the confidence to thrive through the power of perspective.

For more information, visit oliverwyman.com, or follow us on [LinkedIn](#) and [X](#).

Americas
+1 212 541 8100

Europe
+44 20 7333 8333

Asia Pacific
+65 6510 9700

India, Middle East & Africa
+971 (0) 4 425 7000

AUTHORS

Luigi De Sanctis

Head of Financial Services, South East Europe
luigi.desanctis@oliverwyman.com

Claudio Torcellan

Market Leader, South East Europe
claudio.torcellan@oliverwyman.com

Giovanni Viani

Partner
giovanni.viani@oliverwyman.com

CONTRIBUTORS

Jacopo Bazoli

Principal
jacopo.bazoli@oliverwyman.com

Alberto Beretta

Principal
alberto.beretta@oliverwyman.com

Copyright ©2026 Oliver Wyman

All rights reserved. This report may not be reproduced or redistributed, in whole or in part, without the written permission of Oliver Wyman and Oliver Wyman accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

The information and opinions in this report were prepared by Oliver Wyman. This report is not investment advice and should not be relied on for such advice or as a substitute for consultation with professional accountants, tax, legal or financial advisors. Oliver Wyman has made every effort to use reliable, up-to-date and comprehensive information and analysis, but all information is provided without warranty of any kind, express or implied. Oliver Wyman disclaims any responsibility to update the information or conclusions in this report. Oliver Wyman accepts no liability for any loss arising from any action taken or refrained from as a result of information contained in this report or any reports or sources of information referred to herein, or for any consequential, special or similar damages even if advised of the possibility of such damages. The report is not an offer to buy or sell securities or a solicitation of an offer to buy or sell securities. This report may not be sold without the written consent of Oliver Wyman.