



Photo by Josh Appel on Unsplash

ALLIANZ RESEARCH

IL DENARO E' POTERE:

PUÒ LA CULTURA DI UN PAESE AUMENTARE IL RISCHIO DEI MANCATI PAGAMENTI?

30 Giugno 2020



EXECUTIVE SUMMARY



Ludovic Subran, Chief
Economist at Allianz and
Euler Hermes



Thomas Renault, Assistant Pro-
fessor at University Paris 1
Panthéon-Sorbonne

- La crisi del Covid-19 si sta trasformando in una crisi di pagamento, poiché le aziende tendono a proteggere il loro capitale circolante pagando i loro fornitori in ritardo. Fallimenti e insolvenze sono in aumento. Le aziende devono comprendere i modelli di pagamento strutturali per aiutarli a distinguere i cattivi pagatori da quelli buoni nel trovare la strada per tornare alla crescita. La banca dati Country Risk di Euler Hermes serve a questo scopo.
- In questo articolo, abbiamo utilizzato il *set* di dati proprietario Euler Hermes dei flussi commerciali internazionali e delle impostazioni predefinite di pagamento per esplorare il rapporto tra cultura nazionale e *default* di pagamento tra le aziende. Abbiamo scoperto che gli importatori situati in paesi in cui la società accetta e si aspetta che il potere sia distribuito in modo ineguale tendono ad avere possibilità di inadempimento più elevate. Il ruolo della cultura nazionale è fondamentale per l'uso di indicatori alternativi, come il World Bank's Resolving Insolvency indicator, e per l'inclusione delle distanze geografiche e culturali tra l'importatore e l'esportatore. Tali risultati sono coerenti con i risultati precedenti basati sull'inadempienza sui mutui ipotecari e sull'evasione fiscale, e confermano il ruolo della cultura nazionale nelle differenze di comportamento in materia di mancati pagamenti.
- In altre parole, la forza della gerarchia sociale è un indicatore importante per i mancati pagamenti dei crediti commerciali assicurati. Utilizzando il potere sociale come proxy per i mancati pagamenti B2B, i 10 Paesi che dovrebbero essere sulla vostra watch list dei debitori sono: Malesia, Slovacchia, Guatemala, Panama, Filippine, Russia, Romania, Serbia, Messico e Cina. Al contrario, questi 10 Paesi presentano un potere equamente distribuito (e un rischio di insolvenza ridotto): Austria, Israele, Danimarca, Nuova Zelanda, Irlanda, Norvegia, Svezia, Finlandia, Svizzera e Germania. Comprendere la struttura del potere nel Paese dei tuoi clienti può diventare una bussola utile durante la crisi di Covid-19.

La forza della gerarchia sociale è
un indicatore importante per i
mancati pagamenti dei crediti
commerciali assicurati.



guale (*high power distance*) hanno un indice di sinistrosità più elevato, mentre l'individualismo, l'elusione dell'incertezza e la mascolinità non hanno alcun impatto sulle inadempienze dei pagamenti. Tali risultati sono rafforzati

(*buyer*). Il *database* comprende 2,835,119 osservazioni (per mese-importatore-esportatore-settore) per l'anno 2016, 2,901,867 per l'anno 2017, e 2,504,716 per l'anno 2018. Il paese con il maggior numero di osservazioni e i più alti flussi commerciali è la Francia, seguito dalla Germania e dagli Stati Uniti.

L'assicurazione del credito commerciale protegge le aziende dal rischio di mancato pagamento dei loro clienti. Nel 2017, l'assicurazione del credito commerciale privata ha coperto più di 2.300 miliardi di euro di scambi commerciali sui mercati domestici e internazionali, pari a circa il 10% degli scambi complessivi. La crescente importanza dell'assicurazione del credito commerciale dai primi anni '90 ha portato a una fiorente letteratura sul rapporto tra assicurazioni commerciali del credito, volume del commercio e *performance* dell'export (Felbermayr & Yalcin 2013, Auboin & Engemann 2014, Van der Veer 2015). Mentre vi è un ampio consenso sull'impatto positivo dell'assicurazione del credito commerciale sugli sviluppi del commercio, meno si sa sulle insolvenze dei crediti domestici e all'export assicurati. In ogni caso, un incremento dei sinistri può spingere gli assicuratori a ridurre le loro esposizioni e/o a incrementare i premi (Van der Veer 2019), che in definitiva, ha un impatto significativo sugli stessi scambi commerciali.

In questo studio esploriamo le determinanti dei *defaults* del credito commerciale usando un *dataset* esteso di più di 7 milioni di *records* di Euler Hermes. Considerando le recenti conclusioni di Tajaddini & Gholipour (2017) sul rapporto tra la cultura nazionale e le insolvenze nei mutui, noi usiamo le dimensioni culturali di Hofstede (1984) per 40 Paesi per verificare l'ipotesi che i mancati pagamenti sono più frequenti nei Paesi con indici elevati di sperequazione sociale, individualismo, incertezza e mascolinità. Dopo aver verificato le differenze di composizione settoriale, confermiamo che gli importatori situati nei paesi in cui la società accetta e si aspetta che il potere sia distribuito in modo ine-

dall'inclusione di variabili di controllo aggiuntive, come la distanza geografica (in chilometri), la distanza culturale misurata dalle differenze nei linguaggi, il "Resolving Insolvency" della World Bank e l'inclusione di variabili macroeconomiche. L'impatto positivo della cultura nazionale è compatibile con alcune conclusioni che mostrano che un'elevata sperequazione sociale è associata a un incremento nei *default* relativi ai mutui (Tajaddini & Gholipour 2017), a un elevato livello di evasione fiscale (Tsakumis et al. 2007, Gabor 2012) e a un rischio di insolvenza post-fusione dei compratori più elevato (Koerniadi et al. 2015). I nostri risultati confermano il ruolo della cultura nazionale nelle differenze di comportamento nei confronti dei mancati pagamenti.

Noi usiamo i "Trade Flows Payment Defaults", dati proprietari di Euler Hermes, la maggiore compagnia di assicurazione del credito commerciale (36.1% di quota di mercato nel 2017). Da Febbraio 2019 Euler Hermes fornisce sul suo sito un accesso libero ad alcuni dei suoi dati relativi al commercio internazionale. I dati "Trade Flows Payment Defaults" sono disponibili per gli anni 2016, 2017 e 2018 e forniscono una rappresentazione dei flussi commerciali e dei *default* di pagamento tra Paesi importatori ed esportatori. Il *dataset* comprende: (1) il mese di riferimento, (2) il paese importatore/acquirente, (3) il paese esportatore/venditore, (4) la società importatrice per codice di settore commerciale NACE rev.1.1, (5) il totale di flussi commerciali (in euro) dichiarati a Euler Hermes nel mese di riferimento, (6) il totale dei mancati pagamenti (in euro) dichiarati a Euler Hermes nel mese di riferimento e (7) l'indicatore di rischio di ciascun acquirente

Calcoliamo il *loss ratio* come la somma dei mancati pagamenti dai clienti di un Paese i ai fornitori di un Paese j diviso per il totale dei flussi commerciali tra i clienti di un Paese i e i fornitori di quello stesso Paese j . Calcoliamo per ciascun rapporto ij la percentuale di flussi commerciali che appartengono a una lista di 16 settori usando la Statistical Classification of Economic Activities in the European Community (NACE code) e una tabella di raccordo tra i codici NACE e i settori commerciali fornita da Euler Hermes sul suo sito *web open data*. Abbiamo preso in esame i seguenti settori: *retail*, agroalimentare, sistema casa, apparecchiature meccaniche, materie prime, trasporti, *automotive*, servizi, costruzioni, computer e telecomunicazioni, tessile, chimica, metallurgia, elettronica, carta, componentistica auto, *software* e servizi IT, farmaceutica, attrezzatura per i trasporti ed energia.

¹ Source: International Credit Insurance & Surety Association (ICISA, 2017)

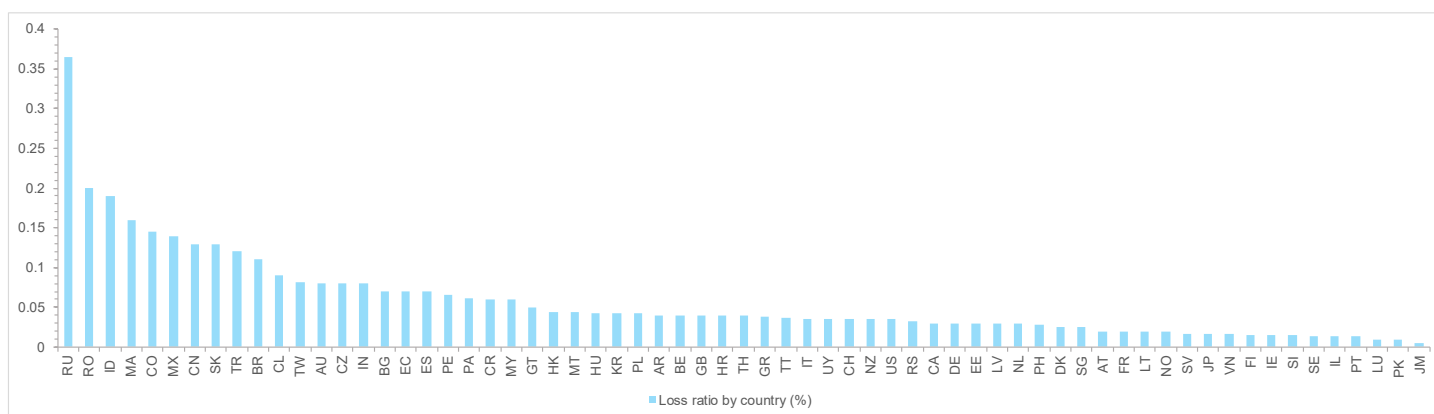
² <https://opendata.eulerhermes.com/explore/dataset/nace-codeslabels-vs-trade-sectors/information/>

Una semplice analisi univariata suggerisce grandi differenze tra Paesi e settori. La figura 1 presenta il *loss ratio* per Paese, e la figura 2 il *loss ratio* per settore. Il *loss ratio* è maggiore in Russia (0.37%), seguita da Romania (0.21%), Emirati Arabi Uniti (0.17%), Marocco (0.15%), Turchia (0.14%), Colombia (0.14%), Messico (0.13%) e Cina (0.13%). E' più basso in Lussemburgo (0.01%), Portogallo (0.01%), Norvegia (0.02%), Israele (0.02%), e Svezia (0.02%). Con riferimento ai settori, il *loss ratio* è maggiore nei seguenti settori: computer e telecomunicazioni (0.07%), elettronica (0.06%) e tessile (0.06%). E' più basso per i fornitori di componenti *automotive* (0.02%), di attrezzature per il trasporto (0.02%) e per la farmaceutica (0.02%).

federe. Le quattro dimensioni della cultura proposte da Hofstede (distanza di potere, elusione dell'incertezza, individualismo e mascolinità) sono state utilizzate nella letteratura per analizzare l'impatto della cultura nazionale sui *default* dei mutui (Tajaddini & Gholipour 2017), sull'evasione fiscale (Tsakumis et al. 2007, Gabor 2012) e sul rischio di *default* post-fusione degli acquirenti (Koerniadi et 201). La distanza di potere esprime il grado in cui i membri meno potenti di una società accettano e si aspettano che il potere sia distribuito in modo ineguale. Elusione dell'incertezza esprime il grado in cui i membri di una società si sentono a disagio con incertezza e ambiguità. Nel quadro di Hofstede, la dimensione "mascolinità" viene utilizzata per classificare le società con una prefe-

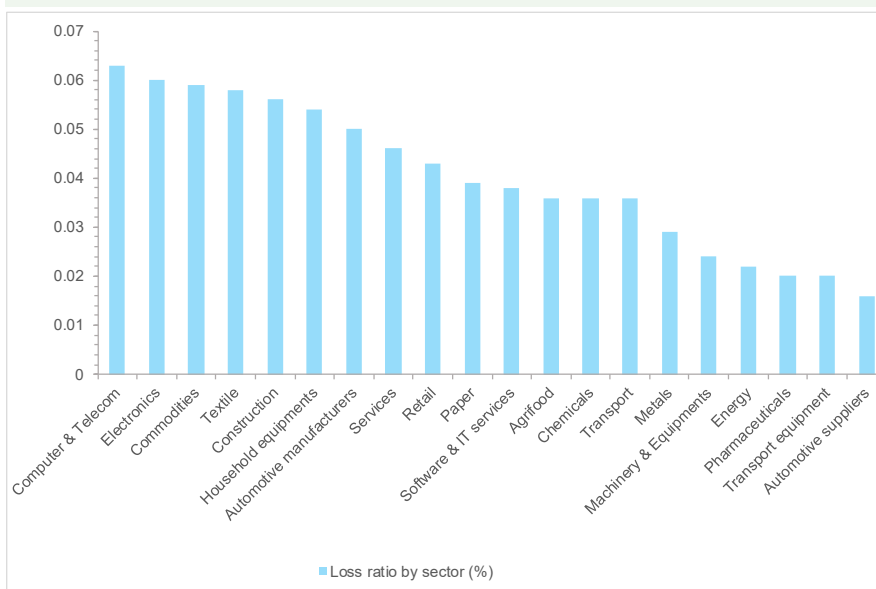
renza per "risultati, eroismo, assertività e ricompense materiali per il successo", in contrasto con le società "femminili" che denotano una "preferenza per la cooperazione, la modestia, la cura per i deboli e la qualità della vita". Mentre si può effettivamente distinguere tra due tipi di culture nazionali, quelle che sono più focalizzate sulla concorrenza individuale e sul successo, e quelle che danno priorità a uno sforzo cooperativo verso una migliore qualità della vita, riconosciamo che il termine "mascolinità" in questo contesto rafforza gli stereotipi di genere. Il nostro uso del termine in questo studio è solo per aderire alla formulazione ufficiale del quadro. L'ultima dimensione, l'individualismo, è esplicita.

Figura 1: Loss ratio (%) per importatore e paese (2016-2018)



Paese sono basati su I SO 3166-1 Alpha-2 code.

Figura2: Loss ratio (%) per settore (2016-2018)



Nota Questo grafico presenta il *loss ratio* (mancati pagamenti/flussi commerciali per i 16

Scari-
chiamo I dati sulle dimensioni culturali di Hofstede (1984) dal sito del Professor Hoste-

Tabella 1: Matrice di correlazione - Cultura nazionale e loss ratio

	Loss Ratio	Power Distance	Masculinity	Individualism	Uncertainty Avoidance
Loss Ratio	1	0.514	0.114	-0.257	0.141
Power Distance	0.514	1	0.138	-0.615	0.216
Masculinity	0.114	0.138	1	0.085	-0.056
Individualism	-0.257	-0.615	0.085	1	-0.226
Uncertainty Avoidance	0.141	0.216	-0.056	-0.226	1

Questa tabella presenta la correlazione tra le quattro dimensioni della cultura nazionale (distanza di potere, mascolinità, individualismo, e elusione dell'incertezza) e il loss ratio (mancati pagamenti e flussi commerciali) per i 40 paesi del nostro perimetro.

La tabella 1 presenta la correlazione tra i quattro indicatori e il Loss Ratio (a livello nazionale). La variabile con la correlazione più alta (0,514) con il rapporto di perdita è l'indice di distanza di potenza (PDI). La tabella 2 mostra i 10 paesi del nostro campione con il punteggio PDI più alto (più basso).

Sulla base dei precedenti risultati rinvenibili nella letteratura, ipotizziamo che il *loss ratio* dovrebbe essere maggiore (inferiore) quando gli importatori sono localizzati in un Paese con un alto (basso) indice di distanza di potere. Verifichiamo questa ipotesi anche per gli indicatori della mascolinità, dell'individualismo e dell'incertezza.

Controlliamo le differenze di composizione settoriale dividendo, per ogni settore s , i flussi commerciali tra i e j sul settore per i flussi commerciali totali tra i e j . Quindi, consideriamo il seguente modello:

:

$$LR_{i,j} = \alpha + \beta_1 PDI_i + \beta_2 UNC_i + \beta_3 MAS_i + \beta_4 IND_i + X_{i,j} + Z_i + \varphi_{i,j}$$

Dove $LR_{i,j}$ è il rapporto di perdita tra gli importatori nel paese i e gli esportatori nel paese j (come nella sezione precedente), PDI_i è il punteggio dell'indice della distanza di potere del paese i , UNC_i è il punteggio di evitabilità del paese i , MAS_i è il punteggio di mascolinità del paese i , IND_i è il punteggio di individualismo del paese i . $X_{i,j}$ è un vettore di controllo variabile che comprende i flussi di ripartizione settoriale tra l'importatore e l'individuo, la distanza in chilometri compresi tra i e j e una variabile fittizia pari a 1 se i due paesi condividono la stessa lingua (dal database CEPII GeoDIST). Z_i è un vettore di controllo che include il PIL pro capite del database del FMI World Economic Outlook e l'indice "Resolving Insolvency" del database World Bank Doing Business.

Limitiamo il nostro campione a tutte le coppie i, j con flussi di scambi com-

merciali maggiori di 1.000 miliardi di dollari nel periodo di tempo esaminato⁵. Finiamo con un totale di 986 osservazioni. La tabella 3 presenta i risultati.

⁴ <https://hi.hofstede-insights.com/national-culture>

⁵ I risultati sono qualitativamente simili se includiamo tutte le osservazioni

Tabella 2: Paesi con il maggiore

Country	PDI	Country	PDI
Malaysia	104	Austria	11
Slovakia	104	Israel	13
Guatemala	95	Denmark	18
Panama	95	New Zealand	22
Philippines	94	Ireland	28
Russia	93	Norway	31
Romania	90	Sweden	31
Serbia	86	Finland	33
Mexico	81	Switzerland	34
China	80	Germany	35

Fonti: Euler Hermes, Allianz

Troviamo che la variabile dell'indice della distanza di potere sia positiva e significativa in tutte le regressioni. Al contrario, le altre tre dimensioni culturali di Hofstede (mascolinità, elusione dell'incertezza e individualismo) non sono significative. Coerentemente con i precedenti risultati sull'evasione fiscale e sul *default* sui mutui ipotecari, il tasso di perdita è anche più basso nei paesi ricchi (alto PIL pro capite). Infine, e sorprendentemente, scopriamo che i due indicatori di distanza (distanza geografica e distanza linguistica) sono entrambi negativi e significativi.⁶ I flussi commerciali nei paesi lontani hanno, in costanza delle altre variabili, meno probabilità di provocare un *default* rispetto ai flussi commerciali nei paesi vicini. Infine, sorprendentemente, osserviamo che due indicatori di distanza (geografica e di linguaggio) sono entrambi negativi e di dimensioni significative⁶. Anche se sarebbe necessaria un'analisi più dettagliata per comprendere meglio questo risultato, una possibile spiegazione è che quando un esportatore in un paese A vende merci in un paese lontano B, può essere più cauto e cercare maggiori informazioni sulla capacità dell'importatore di onorare il suo debito. Questo risultato può

Tabella 3: Risultati di regressione - Modello base

	L1]	L2]	L3]	L4]
alpha	-1.5548		5.4912***	
PDI_i	0.0731***	0.0528***	0.0648***	0.0646***
MAS_i	0.0122	0.0075	0.0153	0.0098
UNC_i	0.0103	0.0043	0.002	0.0074
IND_i	0.0051	-0.007	0.0092	0.0122
DistanceKm_{i,j}			-0.2306***	-0.2007***
DistanceLang_{i,j}			-4.5425***	-4.4081***
GDPCapita_i			-0.0425***	-0.0264***
Sectoral Composition	NO	YES	NO	YES
n	986	986	986	986
Adj R₂ (%)	4.3	27.7	11.9	32.4

Nota Questa tabella presenta i risultati della regressione presentata nell'equazione (1). Gli errori standard vengono calcolati utilizzando errori standard robusti per l'eterosità. ***, **, e * indicano scarti statistici significativi all'1%, 5%, and 10% livello. Le regressioni includono tutte le coppie ij con un flusso commerciale superiore a 1 miliardo di dollari nel corso del periodo del campionamento (986 osservazioni).

anche essere dovuto a una differenza nelle dimensioni delle imprese (*composition effect*), che purtroppo non possiamo controllare precisamente nel nostro campione.

Un aumento dell'indice di potere di 70 – vale a dire, la differenza tra la distanza di potenza dell'Austria (11) e la distanza di potenza in Messico (81) – è associato, tutte le altre cose sono uguali, con un aumento del rapporto di perdita di 4,52 punti base (0,0646 x 70 x 0,0452pp). Questo effetto è economicamente significativo e approssimativamente uguale al tasso di perdita medio nel nostro campione se consideriamo tutti i flussi commerciali e tutte le inadempienze di pagamento sulle osservazioni di 7 milioni.

La tabella 4 presenta i risultati dei test di robustezza (1) quando limitiamo il nostro campione a tutte le coppie ij con un flusso commerciale superiore a USD 100 milioni di dollari nel corso del nostro periodo di campionamento (2) quando limitiamo il nostro campione a tutte le coppie ij con un flusso commerciale superiore a 10 miliardi di dollari nel nostro periodo di campionamento e (3) quando aggiungiamo l'indicatore della Banca Mondiale

"Resolving Insolvency". Anche in questo caso, la variabile di distanza di potere è significativa, al livello dell'1%, in tutti i modelli. Nella letteratura, i paesi ad alta distanza di potere sono associati a un certo livello di clemenza verso le regole della moralità civile (Tsakumis et al. 2007), a una minore responsabilità sociale d'impresa (Lenssen et al. 2007) e a una percezione più debole di responsabilità per aiutare gli altri (Winterich & Shang 2014). I nostri risultati sono anche coerenti con queste ipotesi e tendono a confermare il ruolo della cultura nazionale nelle inadempienze di pagamento transfrontaliere.

Tabella 4: Risultati di regressione - Controlli di robus-

	[1]	[2]	[3]
PDI_i	0.0378***	0.1129***	0.0620***
DistanceKm_{i,j}	-0.0596	-0.1592	-0.1973***
DistanceLang_{i,j}	-3.8411**	-4.6745 ***	-4.2269***
GDPCapita_i	-0.0302**	-0.0254	-0.0194
WBInsolvency_i		-0.0052	
Sectoral Composition	YES	YES	YES
n	2053	248	986
Adj R² (%)	4.3	53.8	32.4

*Nota: Questa tabella presenta i risultati della regressione presentata nell'equazione (1). Gli errori standard vengono calcolati utilizzando errori standard robusti per l'eterosità ***, **, e* indicano la significatività statistica all'1%, 5%, and 10% rispettivamente Le regressioni includono rispettivamente (1) tutte le coppie ij con un flusso commerciale superiore a 100 milioni di dollari nel corso del nostro periodo di campionamento (2,053 osservazioni) (2) tutte le coppie ij con un flusso commerciale superiore a 10 trilioni di dollari nel corso del nostro periodo di campionamento (248 osservazioni), (3) tutte le coppie ij pair con un flusso commerciale*



Photo by Capturing the human heart. on Unsplash

Riferimenti

- Auboin, M. & Engemann, M. (2014), 'Testing the trade credit and trade link: evidence from data on export credit insurance', *Review of World Economics* 150(4), 715–743.
- Felbermayr, G. J. & Yalcin, E. (2013), 'Export credit guarantees and export performance: An empirical analysis for germany', *The World Economy* 36(8), 967–999.
- Gabor, R. (2012), 'Relation between tax evasion and hofstede's model', *European Journal of Management* 12(1), 61–72.
- Hofstede, G. (1984), *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Vol. 5, sage.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C. & Tourani-Rad, A. (2015), 'Cross-border mergers and acquisitions and default risk', *International Review of Financial Analysis* 42, 336–348.
- Lenssen, G., Perrini, F., Tencati, A., Lacy, P., Ringov, D. & Zollo, M. (2007), 'The impact of national culture on corporate social performance', *Corporate Governance: The international journal of business in society* .
- Tajaddini, R. & Gholipour, H. F. (2017), 'National culture and default on mortgages', *International Review of Finance* 17(1), 107–133.
- Tsakumis, G. T., Curatola, A. P. & Porcano, T. M. (2007), 'The relation between national cultural dimensions and tax evasion', *Journal of international accounting, auditing and taxation* 16(2), 131–147.
- Van der Veer, K. J. (2015), 'The private export credit insurance effect on trade', *Journal of Risk and Insurance* 82(3), 601–624.
- Van der Veer, K. J. (2019), 'Loss shocks in export credit insurance markets: Evidence from a global insurance group', *Journal of Risk and Insurance* 86(1), 73–102.
- Winterich, K. P. & Zhang, Y. (2014), 'Accepting inequality deters responsibility: How power distance decreases charitable behavior', *Journal of Consumer Research* 41(2), 274–293.

OUR TEAM

Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti
alexis.garatti@eulerhermes.com

Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon
eric.barthalon@allianz.com

Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Macroeconomic Research



Ana Boata
Head of Macroeconomic
Research
ana.boata@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl
Senior Economist for Europe
katharina.uterhoehl@allianz.com



Selin Ozyurt
Senior Economist for France
and Africa
selin.ozyurt@eulerhermes.com



Françoise Huang
Senior Economist for APAC
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer
Senior Economist for Middle East
and Emerging Europe
manfred.stamer@eulerhermes.com



Georges Dib
Economist for Latin America, Spain,
Portugal and Trade
georges.dib@eulerhermes.com



Dan North
Senior Economist for North
America
dan.north@eulerhermes.com

Capital Markets Research



Jordi Basco Carrera
Fixed Income Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com



Michaela Grimm
Senior Expert, Demographics
michaela.grimm@allianz.com



Lina Manthey
Equities Strategist
lina.manthey@allianz.com



Markus Zimmer
Senior Expert, ESG
markus.zimmer@allianz.com



Patrick Krizan
Senior Economist for Italy and
Greece, Fixed Income
patrick.krizan@allianz.com



Patricia Pelayo Romero
Expert, Insurance
patricia.pelayo-romero@allianz.com

Sector Research



Maxime Lemerle
Head of Sector Research
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Catharina Hillenbrand-Saponar
Sector Advisor for Energy, Metals, Machinery and
Equipment
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



Marc Livinec
Sector Advisor for Chemicals,
Pharmaceuticals, Transportation,
Agrifood and Transport Equipment
marc.livinec@eulerhermes.com



Aurélien Duthoit
Sector Advisor for Retail, Technology and Household
Equipment
aurelien.duthoit@eulerhermes.com

PUBBLICAZIONI RECENTI

Discover all our publications on our websites: [Allianz Research](#) and [Euler Hermes Economic Research](#)

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist
Allianz and Euler Hermes

Allianz Research

https://www.allianz.com/en/economic_research

Königinstraße 28 | 80802 Munich
| Germany

allianz.research@allianz.com



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-
Défense Cedex | France

research@eulerhermes.com



euler-hermes



@eulerhermes

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.