

# **Politica di Valutazione e Pricing**

-

## **Regole Interne per la Negoziazione/Emissione dei Prestiti Obbligazionari emessi da Cassa Rurale ed Artigiana di Cortina d'Ampezzo e delle Dolomiti Credito Cooperativo s.c.**

*Documento adottato con delibera del  
Consiglio di Amministrazione del 8 febbraio 2011*

**Indice**

1	Premessa.....	3
2	Politica di valutazione e pricing.....	4
2.1	Caratteristiche delle metodologie di pricing e processo valutativo.....	4
2.2	Monitoraggio .....	5
2.3	Aggiornamento e revisione .....	5
2.4	Controlli interni .....	5
3	Prestiti obbligazionari di propria emissione.....	6
3.1	Metodologia di pricing per le obbligazioni ordinarie.....	6
3.1.1	<i>Approccio metodologico per le obbligazioni ordinarie</i> .....	6
3.1.2	<i>Merito di credito dell'emittente per le obbligazioni ordinarie</i> .....	7
3.1.3	<i>Approccio metodologico per le obbligazioni strutturate</i> .....	7
3.2	Criteri e metriche .....	7
3.2.1	<i>Definizioni</i> .....	7
3.2.2	<i>Spread commerciale</i> .....	7
3.2.3	<i>Determinazione del Mark up</i> .....	8
3.3	Regole interne di negoziazione dei prestiti della Cassa.....	8
3.4	Entrata in vigore .....	9
4	METODOLOGIA CASSA CENTRALE BANCA.....	10
4.1	Metodologia di valutazione e pricing impiegate .....	10
4.1.1	<i>Tipologia di prezzo impiegata</i> .....	10
4.1.2	<i>Tipologia di strumenti finanziari oggetto di valutazione</i> .....	10
4.1.3	<i>Parametri di mercato e relative fonti di rilevamento</i> .....	10
4.1.4	<i>Curva dei rendimenti di mercato – Term Structure</i> .....	11
4.1.5	<i>Applicazione della Term Structure</i> .....	11
4.2	Schede esplicative degli strumenti finanziari prezzati.....	12
4.2.1	<i>Obbligazioni a tasso fisso</i> .....	12
4.2.2	<i>Obbligazioni a tasso variabile o misto</i> .....	13
4.2.3	<i>Appendice A – Term Structure</i> .....	14

## 1 Premessa

La Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 inerente al "dovere dell'intermediario nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"<sup>1</sup> (di seguito "Comunicazione Consob") e le relative Linee Guida interassociative ABI, Assosim, Federcasse (di seguito "Linee Guida interassociative") prevedono che gli intermediari, in ossequio ai doveri di trasparenza e correttezza previsti dalla normativa di riferimento, adottino una **Politica di valutazione e pricing** (di seguito "Politica") dei prodotti finanziari, fatta eccezione per quelli assicurativi.

La presente politica, redatta in conformità al documento "Linee Guida per la redazione della Politica di valutazione e pricing" trasmesso con circolare Federveneta n. 2010 CI 492 del 18/10/2010, ha ad oggetto esclusivamente gli strumenti finanziari emessi dalla Cassa.

Il presente documento si articola in tre parti principali:

- nella prima parte (Cap. 2) sono descritti i presidi di correttezza in relazione alle modalità di *pricing* previste dalla Comunicazione Consob e dalle Linee Guida interassociative;
- nella seconda parte (Cap. 3), con specifico riferimento ai PO di propria emissione, sono riportate:
  - a) le metodologie di determinazione del *fair value* adottate dalla Cassa;
  - b) i criteri e le metriche utilizzabili per determinare lo spread denaro/lettera e il c.d "spread commerciale";
  - c) le regole interne di negoziazione adottate dalla Cassa in coerenza con quanto previsto dalle Linee Guida Interassociative,
- nella terza parte (Cap 4), viene riportata la metodologia di valutazione e pricing adottata da Cassa Centrale Banca S.p.A. a cui la Cassa ha aderito per la prezzatura dei propri prestiti obbligazionari.

---

<sup>1</sup> Cfr Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009

## **2 Politica di valutazione e pricing**

La Comunicazione Consob e le Linee Guida interassociative prevedono che la politica individui per ogni prodotto/famiglia di prodotto finanziario:

- le metodologie di valutazione;
- i parametri di input e le relative fonti;
- il mark up massimo applicabile.

La presente Politica deve essere adottata dalla Cassa sia nell'ipotesi di distribuzione di prodotti connotati da una condizione di illiquidità, sia nel caso di adozione da parte della Cassa di una qualsiasi delle soluzioni per la connotazione di liquidità dei prodotti finanziari declinate nelle Linee guida interassociative (negoziazione su una sede di esecuzione quale un Mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione; adozione di regole interne per la negoziazione; impegno al riacquisto e internalizzazione sistematica).

La presente Politica individua i criteri e parametri di valutazione e di pricing adottati dalla Cassa con riferimento alle fasi del processo di emissione/offerta/collocamento/negoziazione in cui è necessario che l'intermediario determini il valore dei prodotti finanziari di propria emissione e ne fornisca opportuna informativa in sede di proposizione al cliente e in sede di rendicontazione periodica.

L'onere di indicare il valore del prodotto finanziario, nonché il presumibile valore di realizzo, in sede di rendicontazione periodica ricade sulla Cassa a prescindere dal loro ruolo di emittente o negoziatore, solo per i prodotti finanziari "illiquidi" e ad esclusione dei casi di distribuzione di prodotti finanziari assicurativi.

La Cassa può dotarsi, anche mediante accordi con soggetti terzi, di sistemi che consentano la fornitura di informazioni periodiche affidabili sul presumibile valore di realizzo e del fair value dei singoli strumenti offerti.

In particolare, la Cassa dichiara di aderire al servizio di pricing offerto da Cassa Centrale Banca S.p.A. nell'ambito del più ampio Servizio Informazioni Finanziarie da essa fornito e al servizio di pricing offerto da Iccrea Banca S.p.A. così come specificato di seguito.

La presente Politica di valutazione e pricing è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 8 febbraio 2011 e sarà soggetta a monitoraggio periodico e a revisione su base almeno annuale (vedi infra).

### **2.1 Caratteristiche delle metodologie di pricing e processo valutativo**

I modelli di pricing utilizzati devono essere coerenti con il grado di complessità dei prodotti offerti/negoziati, affidabili nella stima dei valori, impiegati e conosciuti anche dagli altri operatori di mercato.

Le metodologie di pricing, nonché i relativi parametri di input, applicati sul mercato primario devono essere coerenti con quanto effettuato ai fini della valorizzazione del portafoglio titoli e derivati della proprietà. Tale coerenza deve essere assicurata anche sul mercato secondario.

Più specificamente, il processo valutativo si articola nelle seguenti fasi:

- 1.** La prima fase presuppone l'individuazione dei parametri e delle relative fonti da utilizzare. Tale fase, comune sia al mercato primario che secondario, richiede di specificare le diverse componenti utilizzate per calcolare il prezzo di ciascuna tipologia di prodotto finanziario quali, ad esempio:
  - la curva dei tassi d'interesse utilizzati per l'attualizzazione e la stima dei flussi finanziari futuri;
  - eventuali spread creditizi che riflettano la rischiosità dell'emittente del prodotto finanziario;
  - volatilità e correlazioni dei parametri di mercato alla base dell'indicizzazione dei flussi futuri di ciascun prodotto finanziario.

Per ciascuna delle componenti sopra elencate è necessario indicare anche le fonti e le tipologie di dati utilizzati, nonché prevederne la storicizzazione al fine di assicurare la ricostruzione dell'attività svolta.

- 2.** La seconda fase del processo valutativo richiede, quindi, che venga specificato per ciascuna tipologia di prodotto la metodologia di pricing.

3. La terza fase, infine, consente di determinare il pricing del prodotto finanziario assegnando un diverso livello di mark up, in base alla tipologia di prodotto, di mercato e del costo delle coperture.

### **2.2 Monitoraggio**

La Cassa deve effettuare, quantomeno annualmente, un'attività di monitoraggio periodico dell'efficacia e della correttezza delle metodologie individuate per la determinazione del fair value dei prodotti finanziari e delle fonti informative utilizzate per il funzionamento dei relativi modelli. A tale proposito, provvede a confrontare i risultati prodotti dalla metodologia individuata con i prezzi disponibili sul mercato per lo stesso prodotto/famiglia di prodotti o con i prezzi di prodotti aventi caratteristiche simili (per esempio prendendo come riferimento i titoli emessi da altre BCC e negoziati sul mercato Hi-MTF).

In particolare, la Cassa effettua, con cadenza almeno mensile, il monitoraggio della coerenza delle valutazioni delle transazioni concluse con la clientela durante la giornata operativa con i prezzi forniti dai provider Cassa Centrale e Phoenix.

### **2.3 Aggiornamento e revisione**

La Cassa, prima di procedere all'offerta di un nuovo prodotto finanziario ovvero prima di inserirlo nell'elenco dei prodotti finanziari negoziati in conto proprio, provvede ad individuare la metodologia da utilizzare per la determinazione del fair value dello stesso, eventualmente classificando il prodotto in una delle famiglie già esistenti, e a definire il relativo mark up.

Sottopone, inoltre, a revisione le metodologie individuate per ciascun prodotto/famiglia di prodotti con cadenza annuale e comunque ogni qual volta siano disponibili nuove metodologie riconosciute e diffuse sul mercato ovvero l'attività di monitoraggio abbia evidenziato criticità in merito ai risultati delle metodologie scelte.

### **2.4 Controlli interni**

Il processo di validazione della Politica prevede il coinvolgimento delle strutture di controllo di primo e secondo livello, ciascuna per le attività di propria competenza.

La Cassa definisce, nell'ambito delle proprie procedure interne, le attività di competenza delle strutture di controllo di primo, secondo e terzo livello con riferimento alla verifica della adozione della Politica.

In particolare, la funzione Compliance verifica che la Politica sia stata definita ed effettivamente applicata in conformità alle regole organizzative delle Linee Guida interassociative.

La funzione Risk controlling verifica l'effettivo utilizzo delle metodologie approvate e l'applicazione dei mark up nei limiti previsti.

La funzione Internal Audit verifica l'esistenza e l'adeguatezza della Politica nonché dei presidi di primo e secondo livello con riferimento all'applicazione della stessa.

Al fine di assicurare la ricostruzione dell'attività svolta, tenuto conto delle attività previste per il monitoraggio, la Cassa provvede, per il tramite del provider Cassa Centrale Banca e Iccrea Banca ad archiviare, volta per volta, il set dei parametri utilizzati ai fini della determinazione dei prezzi delle transazioni effettuate.

### **3 Prestiti obbligazionari di propria emissione**

#### **3.1 Metodologia di pricing per le obbligazioni ordinarie**

La proposta metodologica di determinazione del fair value dei PO elaborata da Federcasse comporta la formulazione di prezzi di riacquisto sulla base delle medesime condizioni applicate in sede di emissione, fatta eccezione per il tasso risk-free ed eventuali componenti di spread denaro/lettera applicate in sede di negoziazione.

La scelta di tale approccio risponde all'obiettivo precipuo di definire soluzioni operative quanto più possibili coerenti e vicine alle attuali prassi operative delle BCC-CR nelle relazioni con la loro clientela retail.

Inoltre, atteso il vincolo di necessaria coerenza tra modalità di pricing adottate nei confronti della clientela e valutazioni di bilancio (espressamente previsto dalla citata Comunicazione Consob) sono state altresì prese in considerazione le posizioni espresse dai principali organismi tecnici nazionali e comunitari in materia di vigilanza bancaria e finanziaria (CESR, CEBS, Comitato di Basilea) nonché contabile (OIC, EFRAG) nelle lettere di commento al Discussion Paper "Credit Risk in Liability Measurement" pubblicato dallo IASB nel giugno 2009. Le posizioni assunte a riguardo dai citati organismi convergono sui seguenti punti:

- il rischio di credito dovrebbe essere preso in considerazione solo in sede di iscrizione iniziale delle passività finanziarie mentre le valutazioni successive, in linea di principio, non dovrebbero considerare eventuali variazioni dello stesso;
- preferenza per l'approccio cd. del "frozen spread", che prevede la valutazione iniziale del titolo al prezzo della transazione e valutazioni successive che riflettono esclusivamente variazioni dei tassi risk-free;

Quest'ultima, evidentemente, costituisce una metodologia di stima del fair value che si basa sullo spread di emissione ed è in linea con l'approccio definito dal citato Sotto-GdL. Peraltro, risulta analoga a quella dell'asset swap già applicata nell'ambito della Categoria per una componente non irrilevante di BCC-CR, nonché alle metodologie applicate da altre banche italiane già in vigenza della comunicazione Consob.

Si segnala, inoltre, che lo scorso maggio lo IASB ha pubblicato l'Exposure Draft Fair Value Option for Financial Liabilities la cui fase di consultazione è terminata il 16 luglio u.s.. Pur accogliendo il principio secondo cui le variazioni di fair value delle passività finanziarie ascrivibili a mutamenti del rischio di credito dell'emittente non devono confluire nel Conto Economico, in tale documento lo IASB ha proposto un approccio che prevede la valutazione delle stesse al full fair value con imputazione all'Other Comprehensive Income (OCI) delle differenze valutative ascrivibili alle variazioni del credit spread dell'emittente (attraverso il cd. two-step approach). Con riferimento a tale ultimo aspetto, da parte sia dell'industria bancaria (FBE), sia di alcuni organismi internazionali e nazionali (CEBS, Comitato di Basilea, OIC) sono state manifestate delle forti perplessità circa la modalità di contabilizzazione che prevede l'allocazione nell'OCI delle variazioni di fair value attribuibili a mutamenti del rischio di credito.

A tale proposito, considerato quanto descritto nel precedente capoverso nonché il fatto che gli approfondimenti da parte dello IASB sul fair value measurement degli strumenti finanziari non sono stati completati, si ritiene opportuno confermare la proposta metodologica sopra riportata.

##### **3.1.1 Approccio metodologico per le obbligazioni ordinarie**

Alla luce di quanto sopra, la Cassa adotta la metodologia di valutazione c.d. "frozen spread" per le emissioni ordinarie ovvero per le emissioni a tasso variabile, a tasso fisso, a tasso step up/step down, zero coupon e tasso misto. Per quanto attiene alla declinazione operativa della stessa, si rinvia a quanto riportato nel documento "Policy di valutazione e pricing" elaborato da Cassa Centrale Banca S.p.A. ed allegato alla presente Politica (vedasi cap. 4), facendo particolare riferimento alla tipologia "Prezzo ottenuto con la curva comprensiva dello spread di emissione" citata nel documento.

### **3.1.2 Merito di credito dell'emittente per le obbligazioni ordinarie**

Con riferimento alle emissioni della Cassa tradizionali, attualmente prive di rating ufficiale, ai fini della valutazione dello spread creditizio, viene utilizzato un livello di merito creditizio corrispondente alla classe 4 della seguente tabella di raccordo dei rating Moody's, in coerenza con le attuali prassi operative ed in previsione dell'imminente istituzione del Fondo di Garanzia Istituzionale per il credito cooperativo.

Classe	Rating Moody's
1	Aaa
2	Aa1 Aa2 Aa3
3	A1 A2 A3
4	Baa1 Baa2 Baa3

### **3.1.3 Approccio metodologico per le obbligazioni strutturate**

Con riferimento alle emissioni strutturate, complesse e non complesse, la Cassa specificherà, di volta in volta nella prospettazione definitiva, la metodologia valutativa adottata dal fornitore prescelto tra Cassa Centrale Banca SpA o Iccrea Banca SpA.

## **3.2 Criteri e metriche**

### **3.2.1 Definizioni**

Con riferimento alle emissioni di prestiti obbligazionari ordinarie della Cassa si forniscono le seguenti definizioni:

- Spread di emissione: corrisponde a quel tasso percentuale che sommato ai tassi free risk di attualizzazione di pari durata dei flussi di cassa rende alla data di emissione il valore dell'obbligazione pari al 100% del valore nominale. Per scadenze brevi (3-5 anni) tale valore è approssimato dalla differenza tra il TIR (Tasso interno di rendimento) di emissione ed il tasso free risk di pari durata del titolo emesso;
- Spread creditizio: si veda paragrafo precedente
- Spread commerciale: Spread di emissione – spread creditizio

### **3.2.2 Spread commerciale**

Alla luce dell'analisi effettuata sulle emissioni degli ultimi due anni, la Cassa delibera:

- di limitare il proprio spread commerciale nella misura massima del -120% dello spread creditizio relativo a ciascuna emissione ordinaria a tasso fisso, tasso misto, zero coupon, tasso step up/down, così come definito al precedente paragrafo 3.1.2.
- di non effettuare emissioni a tasso variabile a spread inferiori a -30 punti base rispetto al parametro di indicizzazione prescelto (Euribor 360 giorni a 3, 6 mesi).

### 3.2.3 Determinazione del Mark up

In condizioni normali di mercato, lo spread denaro/lettera, ossia la differenza tra il prezzo di acquisto ed il prezzo di vendita proposto dalla controparte contrattuale dell'investitore, potrà arrivare ad un massimo di 100 punti base (50 spread denaro; 50 spread lettera).

La Cassa si riserva comunque la facoltà di applicare al cliente condizioni migliorative rispetto al fair value determinato dal provider esterno.

Al verificarsi di "condizioni di Stress" di mercato è possibile sospendere temporaneamente la negoziazione degli strumenti finanziari.

Con riferimento alle condizioni normali e di stress si rinvia a quanto riportato al paragrafo successivo.

### 3.3 Regole interne di negoziazione dei prestiti della Cassa

Con riferimento ai prestiti obbligazionari di propria emissione, l'Emittente non si impegna al riacquisto di qualunque quantitativo di Obbligazioni su iniziativa dell'investitore.

Le Obbligazioni non saranno oggetto di domanda per l'ammissione alla quotazione su mercati regolamentati.

La Cassa, al fine di assicurare la liquidità delle proprie obbligazioni, definisce, adotta e mette in atto regole interne formalizzate che individuano procedure e modalità di negoziazione dei prodotti finanziari in oggetto. Tali regole sono state definite in coerenza con quanto previsto dalle Linee Guida ABI-Assosim-Federcasse validate dalla Consob in data 5 agosto 2009 e sono sintetizzabili come segue:

Prodotti finanziari oggetto delle regole interne	Tutti i Prestiti obbligazionari emessi dalla Cassa.
Soggetto negoziatore in conto proprio	Cassa Rurale ed Artigiana di Cortina d'Ampezzo e delle Dolomiti – C.C. S.c.
Clientela ammessa alla negoziazione	Clientela "al dettaglio" (retail) e "professionale"
Proposte di negoziazione della clientela	Raccolta presso tutte le filiali della Cassa
Giornate e orario di funzionamento del sistema	L'ammissione alla negoziazione è consentita durante l'orario di apertura degli sportelli della Cassa.
Esecuzione dell'ordine	Entro tre giorni lavorativi dal momento dell'inserimento nella procedura.
Liquidazione e regolamento dei contratti	Le operazioni effettuate vengono liquidate per contanti, con valuta massima pari al terzo giorno lavorativo dalla data di negoziazione
Quantitativo massimo di riacquisti di prestiti di propria emissione	La Cassa si riserva la facoltà di effettuare operazioni di riacquisto delle Obbligazioni nel corso della vita delle medesime. Tale facoltà potrà essere esercitata nel rispetto dei seguenti limiti: <ul style="list-style-type: none"><li>- limite massimo più generale del 15% dell'importo nominale complessivamente collocato.</li><li>- limite massimo del 30% dell'importo nominale di ciascun prestito emesso. Prima del raggiungimento di tale limite massimo di esercizio della facoltà, la Cassa provvederà a darne comunicazione a partire dal raggiungimento del 25% dell'importo nominale di ciascun prestito emesso tramite avviso a disposizione del pubblico presso la Sede Legale in corso Italia, n. 80 - 32043 – Cortina d'Ampezzo e presso tutte le sue filiali in formato cartaceo e contestualmente sul sito internet <a href="http://www.cracortina.it">www.cracortina.it</a>. Tale avviso sarà aggiornato quotidianamente.</li></ul>

## Regole Interne di Negoziazione e Politica di Pricing P.O. Cra Cortina

	<p>- limite massimo di 500.000,00 euro nominali giornalieri. Il Consiglio di Amministrazione delega il Direttore generale ad autorizzare eventuali riacquisti eccedenti i limiti fissati in accordo con il Servizio Finanza e Risparmio.</p>																				
Sospensione delle negoziazioni in condizioni di crisi	<p>La sospensione temporanea delle negoziazioni in conto proprio può essere intrapresa a fronte di uno scenario di crisi sistemica. Esso si determina quando contemporaneamente tutti i parametri sotto riportati variano (in aumento e/o in diminuzione) superando le soglie indicate rispetto al giorno precedente. A fronte di uno scenario di crisi accertato, la Cassa provvederà a darne apposito avviso a disposizione del pubblico presso la Sede Legale in corso Italia, n. 80 - 32043 – Cortina d’Ampezzo e presso tutte le sue filiali in formato cartaceo e contestualmente sul sito internet <a href="http://www.cracortina.it">www.cracortina.it</a>.</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;"><b>PARAMETRO</b></th> <th style="text-align: left;"><b>SOGLIA</b></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Euribor 3 M</td> <td>5 pbs</td> </tr> <tr> <td>Euribor 6 M</td> <td>5 pbs</td> </tr> <tr> <td>CDS iTRAXX Crossover</td> <td>30 pbs</td> </tr> <tr> <td>CDS iTRAXX Crossover</td> <td>10 pbs</td> </tr> <tr> <td>Rendimento (Btp3Yr-Swap3Yr)</td> <td>10 pbs</td> </tr> <tr> <td>Rendimento (Btp5Yr-Swap5Yr)</td> <td>10 pbs</td> </tr> <tr> <td>Rendimento (Btp7Yr-Swap7Yr)</td> <td>10 pbs</td> </tr> <tr> <td>Spread di credito BBB</td> <td>5 pbs</td> </tr> <tr> <td>Spread di credito A</td> <td>5 pbs</td> </tr> </tbody> </table>	<b>PARAMETRO</b>	<b>SOGLIA</b>	Euribor 3 M	5 pbs	Euribor 6 M	5 pbs	CDS iTRAXX Crossover	30 pbs	CDS iTRAXX Crossover	10 pbs	Rendimento (Btp3Yr-Swap3Yr)	10 pbs	Rendimento (Btp5Yr-Swap5Yr)	10 pbs	Rendimento (Btp7Yr-Swap7Yr)	10 pbs	Spread di credito BBB	5 pbs	Spread di credito A	5 pbs
<b>PARAMETRO</b>	<b>SOGLIA</b>																				
Euribor 3 M	5 pbs																				
Euribor 6 M	5 pbs																				
CDS iTRAXX Crossover	30 pbs																				
CDS iTRAXX Crossover	10 pbs																				
Rendimento (Btp3Yr-Swap3Yr)	10 pbs																				
Rendimento (Btp5Yr-Swap5Yr)	10 pbs																				
Rendimento (Btp7Yr-Swap7Yr)	10 pbs																				
Spread di credito BBB	5 pbs																				
Spread di credito A	5 pbs																				
Metodologia di Pricing	<p>A decorrere dal 01/03/2011: le obbligazioni tradizionali sono valutate secondo l’approccio “frozen spread” Le obbligazioni strutturate sono valutate secondo l’approccio definito di volta in volta dall’outsorcer. Il mark up massimo applicato è pari a 100 punti base complessivi. La Cassa si riserva la facoltà di applicare condizioni migliorative.</p>																				
Trasparenza pre-negoziazione	<p>Durante l’orario di negoziazione, per ogni prodotto finanziario:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- codice ISIN e descrizione titolo;</li> <li>- divisa;</li> <li>- migliori condizioni di prezzo in vendita e in acquisto e le rispettive quantità;</li> <li>- prezzo, quantità e ora dell’ultimo contratto concluso.</li> </ul>																				
Trasparenza post negoziazione	<p>Entro l’inizio della giornata successiva di negoziazione, per ogni prodotto finanziario:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- codice ISIN e la descrizione dello strumento finanziario;</li> <li>- divisa;</li> <li>- numero dei contratti conclusi;</li> <li>- quantità complessivamente scambiate e il relativo controvalore;</li> <li>- prezzo minimo e massimo.</li> </ul>																				

### 3.4 Entrata in vigore

Le regole interne si applicheranno con decorrenza 1 marzo 2011.

La metodologia di valutazione e pricing verrà applicata alle emissioni con data godimento pari o successiva al 1 marzo 2011. Per i Prestiti Obbligazionari emessi prima di tale data la Cassa continuerà ad applicare i criteri di pricing precedentemente adottati (metodologia Risk Free) così come specificato nei Prospetti Informativi di riferimento.

## 4 METODOLOGIA CASSA CENTRALE BANCA

### 4.1 Metodologia di valutazione e pricing impiegate

#### 4.1.1 Tipologia di prezzo impiegata

Il presente documento riporta la metodologia di pricing utilizzata dalla Cassa per la prezzatura teorica dei titoli obbligazionari non quotati.

Tra le diverse tipologie di prezzo proposte nel documento fornito da Cassa Centrale Banca quella che risponde al meglio ai requisiti/dettami enunciati nelle logiche descritte nel cap. 3.1 "Metodologia di pricing", e che la Cassa ha adottato, è la cosiddetta "Prezzo ottenuto con la curva comprensiva dello spread di emissione".

#### 4.1.2 Tipologia di strumenti finanziari oggetto di valutazione

I principi e le metodologie di pricing descritti nel presente documento hanno ad oggetto le seguenti tipologie di obbligazioni ordinarie:

- **Tasso fisso** → Sono titoli obbligazionari che prevedono il pagamento periodico di una cedola già fissata in sede di emissione. Il rimborso del capitale avviene in unica soluzione a scadenza oppure tramite piano di ammortamento con rimborso progressivo.
- **Step Up / Step Down** → Sono titoli obbligazionari che prevedono il pagamento periodico di cedole già fissate in sede di emissione, ma con andamento crescente (caso dello step up) o decrescente (caso dello step down). Il rimborso del capitale avviene in unica soluzione a scadenza oppure tramite piano di ammortamento con rimborso progressivo.
- **Zero Coupon** → Sono titoli obbligazionari che prevedono l'emissione del titolo ad un prezzo inferiore a quello di rimborso. Non sono quindi previsti flussi intermedi.
- **Tasso variabile o misto** → Sono titoli obbligazionari che prevedono il pagamento periodico di una cedola indicizzata ad un parametro del mercato monetario (generalmente il tasso Euribor). L'emittente può prevedere uno spread cedolare. Questo può essere positivo, quindi andrà aggiunto al parametro di indicizzazione, oppure negativo ed in questo caso sarà invece sottratto. Alcune emissioni possono prevedere anche una percentuale del parametro, ad esempio il 90% dell'Euribor a 6 mesi; in questo caso il tasso cedolare viene determinato calcolando il valore percentuale del tasso di riferimento alla data di rilevazione. Alcune cedole possono avere già un tasso prefissato al momento dell'emissione. Il rimborso del capitale avviene in unica soluzione a scadenza oppure tramite piano di ammortamento con rimborso progressivo.

#### 4.1.3 Parametri di mercato e relative fonti di rilevamento

Per determinare il fair value delle diverse tipologie di strumenti oggetto di prezzatura vengono utilizzati i seguenti dati di mercato, che vengono esposti con l'indicazione del provider e della modalità di rilevazione:

Tipologia di dato	Provider	Modalità di rilevazione
Tasso di deposito overnight	Telekurs/reuters	Rilevazione ore 16.30
Tassi Euribor	Telekurs/reuters	Fixing ore 11.00
Tassi Swap	Telekurs/reuters	Rilevazione ore 16.30
Spread di credito (suddivisi su 4 classi di rating)	Cassa Centrale	

#### 4.1.4 Curva dei rendimenti di mercato – Term Structure

Nel calcolare il fair value ad una certa data di valutazione delle diverse tipologie di strumenti oggetto di prezzatura viene impiegata una curva che sintetizza, sulle varie scadenze, i rendimenti di mercato, la cosiddetta term structure. La curva base utilizzata è una curva di tassi zero coupon risk free.

Giornalmente vengono rilevati, per le scadenze fino a 12 mesi, il tasso di deposito overnight e i tassi di mercato monetario e, per le scadenze uguali o superiori ai 2 anni, i tassi swap di mercato. Essi sono sottoposti al metodo del bootstrapping al fine di ottenere la curva dei tassi zero coupon risk free.

Per determinare i fattori di sconto utilizzati per l'attualizzazione dei flussi futuri e per il calcolo dei tassi forward su scadenze intermedie rispetto a quelle della term structure si procede applicando l'interpolazione lineare.

Le term structure così definita verrà utilizzata per l'attualizzazione dei flussi futuri associandolo agli spread di emissione come descritto nel paragrafo 4.1.5.

#### 4.1.5 Applicazione della Term Structure

Con la metodologia adottata dalla Banca del "Prezzo ottenuto con la curva comprensiva dello spread di emissione", per l'attualizzazione dei flussi viene utilizzata la term structure risk free modificata con uno spread di emissione mantenuto costante per tutta la vita del titolo. Il calcolo degli eventuali tassi forward viene effettuato utilizzando la term structure risk free.

Il fair value di uno strumento valutato con lo spread di emissione è dato dalla somma dei flussi futuri attualizzati. La formula che esprime tale principio è la seguente:

$$FV = \sum_{i=1}^n DF_i f_i$$

Dove:

$FV$  : prezzo o Fair Value

$f_i$  : flusso (cedola o rimborso)

- per scadenze entro 1Y

$$DF_i = \frac{1}{1 + (r_i + S_{EM}) \times d_i}$$

- per scadenze oltre 1Y

$$DF_i = \frac{1}{[1 + (r_i + S_{EM})]^{d_i}}$$

Dove:

$r_i$  : tasso risk free derivato dalla term structure

$d_i$  : scadenza del flusso (espressa in frazione d'anno)

$S_{EM}$  : spread di emissione<sup>1</sup>

## 4.2 Schede esplicative degli strumenti finanziari prezzati

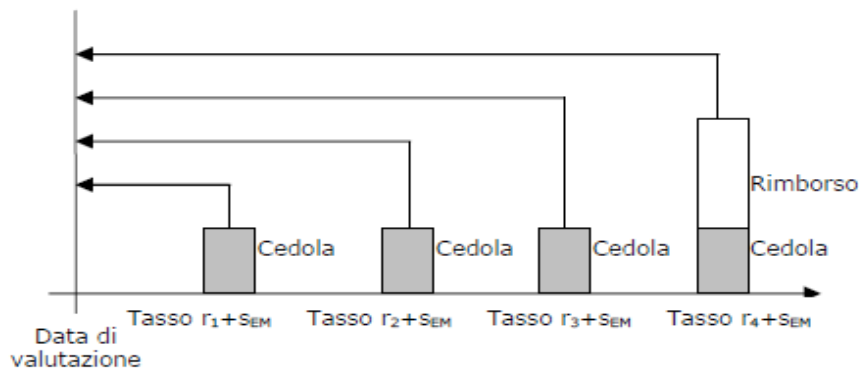
### 4.2.1 Obbligazioni a tasso fisso

Il fair value di un titolo obbligazionario a tasso fisso, ad una certa data di valutazione, viene calcolato attualizzando e sommando tutti i flussi che il titolo produrrà, ossia le cedole fisse ed il capitale di rimborso a scadenza. La stessa logica viene seguita per la determinazione del fair value dei titoli obbligazionari di tipo step-up, step-down e zero-coupon.

La prezzatura avviene attualizzando i flussi futuri, ottenuti considerando le convenzioni per il calcolo dei giorni specifiche di ogni emissione, per la durata del periodo corrispondente.

Nell'esempio riportato viene utilizzata la curva risk free alla data del 01.10.2010 riportata nel cap. 4.4 "Appendice A" per calcolare i discount factors ed i corrispondenti valori attuali.

La metodologia "Prezzo con spread di emissione" prevede l'utilizzo della curva comprensiva dello spread di emissione per l'attualizzazione dei flussi. Per il dettaglio delle formule utilizzate si rimanda al paragrafo 4.1.5



Il processo valutativo dei titoli obbligazionari emessi prevede che il fair value sia determinato mediante la curva risk free a cui viene applicato uno spread di emissione che tiene conto del merito di credito dell'emittente. Tale componente viene mantenuta costante per tutta la vita dell'obbligazione e le valutazioni successive riflettono, quindi, esclusivamente variazioni della curva risk free di mercato.

La parte dello spread di emissione diversa da quella relativa al merito creditizio dell'emittente è riferibile ad una componente commerciale la cui entità, nell'ambito della regolamentazione interna della banca, è oggetto a limitazioni predeterminate (vedasi cap. 3.2.2 a pag. 9).

#### Esempio valutazione al 01/10/2010

Emittente:	CR/BCC	Prezzo di emissione:	100
Data emissione:	01/10/2010	Prezzo di rimborso:	100
Data scadenza:	01/10/2013	Frequenza:	annuale
Cedola:	Fissa 1,90%		

Data scadenza flusso	Giorni	Flusso	Discount Factor	Valore attualizzato
03-10-2011	367	Cedola 1,900	0,982786763	1,86729
01-10-2012	731	Cedola 1,900	0,966223710	1,83582
01-10-2013	1.096	Cedola 1,900	0,945013591	1,79552
01-10-2013	1.096	Rimborso 100,000	0,945013591	94,50135
			<b>CorsoTel-Quel</b>	<b>100,0000</b>
			Rateo	0
			<b>Corso Secco</b>	<b>100,00000</b>

Lo spread di emissione calcolato per l'esempio è pari a 0,255%.

#### 4.2.2 *Obbligazioni a tasso variabile o misto*

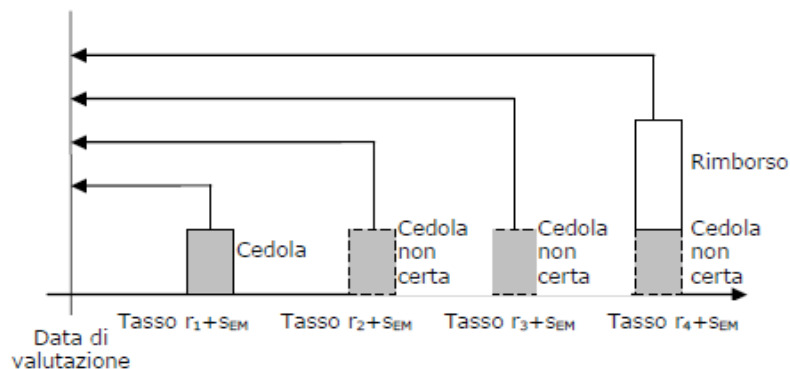
Seguendo la metodologia forward, il fair value di un titolo obbligazionario a tasso variabile o misto, ad una certa data di valutazione, viene calcolato attualizzando e sommando tutti i flussi che il titolo produrrà, ossia le cedole già fissate, le cedole future determinate tramite i tassi forward ed il capitale di rimborso a scadenza.

La prezzatura avviene attualizzando i flussi futuri, ottenuti considerando le convenzioni per il calcolo dei giorni specifiche di ogni emissione, per la durata del periodo corrispondente.

La determinazione delle cedole future non ancora fissate in modo definitivo avviene attraverso la loro derivazione dai tassi forward impliciti nella curva risk free alla data di valutazione. Le cedole così ottenute saranno incrementate o decrementate dell'eventuale spread cedolare (a seconda che sia positivo o negativo).

Nell'esempio riportato viene utilizzata la curva risk free alla data del 01.10.2010 riportata nel cap. 4.4 "Appendice A" per la stima delle cedole future, per calcolare i discount factors ed i corrispondenti valori attuali.

La tipologia per la determinazione del prezzo denominata "Prezzo con spread di emissione e metodologia Forward" prevede l'utilizzo della curva comprensiva dello spread di emissione per l'attualizzazione dei flussi. Le cedole future non certe vengono determinate tramite i tassi forward ricavabili dalla curva risk free. Per il dettaglio delle formule utilizzate si rimanda al paragrafo 4.1.5.



## Regole Interne di Negoziazione e Politica di Pricing P.O. Cra Cortina

Esempio valutazione al 01/10/2010

Emittente:	CR/BCC	Prezzo di emissione:	100
Data emissione:	01/10010	Prezzo di rimborso:	100
Data scadenza:	01/10013	Frequenza:	semestrale
Cedola:	Euribor3M -0,20%		

Data scadenza flusso	Giorni	Flusso	Discount Factor	Valore attualizzato
01/04/2011	182	Cedola 0,50000	0,995179120	0,49758
03/10/2011	367	Cedola 0,77836	0,987454259	0,76859
02/04/2012	549	Cedola 0,61969	0,981361826	0,60814
01/10/2012	731	Cedola 0,61159	0,975386413	0,59653
01/04/2013	913	Cedola 0,82817	0,967334102	0,80111
01/10/2013	1.096	Cedola 0,92038	0,958459374	0,88214
01/10/2013	1.096	Rimborso 100,00000	0,958459374	95,84593
			<b>CorsoTelQuel</b>	<b>100,00000</b>
			Rateo	0
			<b>Corso Secco</b>	<b>100,00000</b>

Lo spread di emissione calcolato per l'esempio è pari a -0,216%.

### 4.2.3 Appendice A – Term Structure

La tabella seguente riporta la curva tassi zero coupon risk free (term structure) alla data del 01/10/2010, fino alla scadenza dei 5 anni.

Obbligazioni ordinarie	
Tipo scadenza	Tasso
1 mese	0,704%
3 mesi	0,942%
6 mesi	1,184%
12 mesi	1,464%
2 anni	1,451%
3 anni	1,621%
4 anni	1,797%
5 anni	1,974%
...	...