



**PrimaCassa**  
Credito Cooperativo FVG

**Strategia di valutazione e pricing dei prestiti obbligazionari  
di propria emissione**

**02.01.2018**



**PrimaCassa**  
Credito Cooperativo FVG

<b>Indice</b>	
<b>Premessa</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Politica di valutazione e pricing</b> .....	<b>3</b>
<b>1.1 Ambito di applicazione e contenuto</b> .....	<b>3</b>
<b>1.2 Caratteristiche delle metodologie di pricing e processo valutativo</b> .....	<b>4</b>
<b>1.3 Mark up</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 Monitoraggio</b> .....	<b>5</b>
<b>1.5 Aggiornamento e revisione</b> .....	<b>5</b>
<b>1.6 Controlli interni</b> .....	<b>5</b>
<b>2. Prestiti obbligazionari di propria emissione</b> .....	<b>5</b>
<b>2.1 Metodologia di pricing</b> .....	<b>5</b>
<b>2.1.1 Approccio metodologico</b> .....	<b>6</b>
<b>2.1.2 Merito di credito dell'emittente</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1.3 Spread commerciale</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2 Determinazione del mark up</b> .....	<b>7</b>

## Premessa

La Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 inerente al “dovere dell’intermediario nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi” (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 è redatta in conformità al documento “Linee Guida per la redazione della Politica di valutazione e pricing” elaborate da Federcasse con la finalità di definire uno schema di riferimento omogeneo a livello di Categoria ed ha per oggetto esclusivamente gli strumenti finanziari emessi dalla Cassa.

Qualora la Cassa dovesse distribuire prodotti finanziari illiquidi emessi da soggetti terzi, la stessa si avvarrebbe dei servizi di pricing forniti dagli istituti centrali di categoria.

Il presente documento si articola in due parti principali:

- nella prima parte (Cap. 1) 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. 2), con specifico riferimento ai Prestiti Obbligazionari 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.

## 1. Politica di valutazione e pricing

### 1.1 Ambito di applicazione e contenuto

I citati documenti 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 in sede di emissione (primario);
- lo spread massimo applicabile in sede di negoziazione (secondario).

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.

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 delibera di aderire al servizio di pricing offerto da CASSA CENTRALE Banca – Credito Cooperativo del Nord Est s.p.a. nell’ambito del Servizio di negoziazione in contropartita diretta**

La presente Politica è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 22/12/2016 ed è soggetta a monitoraggio periodico e a revisione su base almeno annuale.

## 1.2 Caratteristiche delle metodologie di pricing e processo valutativo

I modelli di pricing utilizzati sono 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 sono coerenti con quanto effettuato ai fini della valorizzazione del passivo. Tale coerenza è 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 fase di emissione, in base alla tipologia di prodotto, di mercato e del costo delle eventuali coperture.

## 1.3 Mark up e spread di negoziazione

La Cassa individua le variabili che compongono il mark up da applicare in sede sia di offerta sul mercato primario che di negoziazione su quello secondario e ne definisce i limiti massimi.

Ai fini del presente documento la definizione del mark up potrà risultare differente: in sede di collocamento saranno componenti del mark up le eventuali commissioni di collocamento e di strutturazione, in fase di successiva negoziazione invece il mark up sarà formato dalla variabile spread denaro/lettera e dalle eventuali commissioni di intermediazione applicate.

Inoltre, attraverso apposite procedure (*regole interne per la negoziazione dei prestiti obbligazionari emessi dalla BCC*), individua le strutture deputate alla definizione del mark up da applicare, nel rispetto dei limiti massimi individuati, alla singola transazione o ad un insieme omogeneo di transazioni e i principi di determinazione dello stesso.

Nella Politica devono essere formalizzati il mark up massimo applicabile e le eventuali differenze presenti nella valorizzazione del pricing del prodotto finanziario, sul mercato primario



**PrimaCassa**  
Credito Cooperativo FVG

e secondario, imputabili alla composizione delle variabili che determinano il livello dello stesso mark up e alla sua entità.

Attualmente la Cassa non applica alcun mark up in sede di collocamento.

#### **1.4 Monitoraggio**

La Cassa deve effettuare, almeno annualmente, un'attività di monitoraggio della coerenza del fair value dei prodotti finanziari.

Inoltre la Cassa effettua, almeno annualmente, il monitoraggio della coerenza delle valutazioni delle transazioni concluse con la clientela con le valorizzazioni effettuate nella giornata di riferimento.

#### **1.5 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.

#### **1.6 Controlli interni**

Il processo di validazione della Politica prevede il coinvolgimento delle seguenti strutture:

- 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 manager 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 archivia quotidianamente, anche in formato elettronico, i prezzi forniti dal provider.

## **2. Prestiti obbligazionari di propria emissione**

### **2.1 Metodologie di pricing**

#### **Emissioni precedenti al 02/08/2011**

- **Valutazione ottenuta con la curva *Risk Free***

Per la valorizzazione delle proprie emissioni obbligazionarie con il criterio del risk free, la Cassa si avvale dei modelli di calcolo finanziario che determinano il fair value dello strumento finanziario adottati dall'outsourcer Cassa Centrale Cassa.

Il criterio di pricing ha l'obiettivo di rispettare i rendimenti presenti sul mercato per titoli risk-free sulle diverse scadenze. Il prezzo che viene determinato applicando la formula del valore



**PrimaCassa**  
Credito Cooperativo FVG

attuale netto dei flussi di cassa senza aggiustamenti ulteriori per il rischio di credito. Essa viene impiegata anche per l'attualizzazione degli eventuali tassi forward.

### **Emissioni successive al 01/08/2011**

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 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 Cassaria 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:

a) 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;

b) preferenza per l'approccio c.d. 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 da Federcasse. Peraltro, risulta analoga a quella dell'asset swap già applicata dalla Cassa.

#### **2.1.1 Approcci metodologici**

Alla luce di quanto sopra, la Cassa adotta la metodologia di valutazione c.d. ***frozen spread***, così come definito nella policy di valutazione e pricing di Cassa Centrale Cassa del luglio 2014 al punto 2.1 b) "prezzo ottenuto con la curva comprensiva dello spread di emissione".

Il processo valutativo dei titoli obbligazionari di propria emissione 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. Le valutazioni successive rispetto a quella iniziale riflettono, quindi, esclusivamente variazioni della curva risk-free di mercato ed eventuali componenti di spread denaro/lettera applicate in sede di negoziazione sul secondario.

Il fair value è, quindi, calcolato attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$FV = \sum_i^n C_i \times \Delta t_i \times DF_i + 100 \times DF_n$$

dove:

C<sub>i</sub>: è la cedola i-esima del PO;

Δt<sub>i</sub>: è la i-esima durata cedolare;



**PrimaCassa**  
Credito Cooperativo FVG

DF: è il fattore di sconto determinato sulla base del tasso risk-free di mercato alla data di valutazione e dello spread di emissione (a sua volta pari alla differenza tra rendimento del titolo e tasso risk-free alla data di valutazione iniziale).

Nel caso di obbligazioni strutturate, la componente obbligazionaria pura sarà valutata come sopra descritto mentre il derivato sarà valutato mediante modelli finanziari che possono variare in base al tipo di opzione implicitamente acquistata o venduta dalla Cassa emittente.

### 2.1.2 Merito di credito dell'emittente

In attesa dell'istituzione del Fondo di Garanzia Istituzionale per il credito cooperativo, la Cassa, a titolo esemplificativo, ai fini della valutazione dello spread creditizio utilizza un livello di merito creditizio cautelativo corrispondente alle classi **Baa1, Baa2, Baa3** di **Moody's**.

### 2.1.3 Spread commerciale

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

- Spread di emissione: differenza tra il TIR (Tasso interno di rendimento) – tasso Free Risk di pari durata
- Spread creditizio: si veda paragrafo precedente
- Spread commerciale: Spread di emissione – spread creditizio

La Cassa delibera, con riferimento ai prossimi 12 mesi, di limitare il proprio spread commerciale nella misura massima del 150% dello spread creditizio relativo a ciascuna emissione, così come definito al precedente paragrafo 2.1.2.

#### **Esempi:**

#### **Emissione PO a 3 anni Tasso variabile Euribor 6 mesi – 72,5 bps**

Spread di emissione: - 72,5

Spread creditizio 3 anni per classe BBB (curva Reuters / Telekurs): + 145

Spread commerciale:  $-72,5 - 145 = -217,5$  (rappresenta il 150% dello spread creditizio)

#### **Emissione PO a 7 anni Tasso Fisso 2,8% lordo annuo**

Tasso Swap 7 anni (Risk Free): 2,80%

Spread di emissione: 0

Spread creditizio 7 anni BBB: + 160 (curva Reuters / Telekurs)

Spread commerciale:  $-0 - 160 = -160$  (rappresenta il 100,00% dello spread creditizio)

### 2.2 Determinazione del mark up (spread denaro/lettera rispetto alla valorizzazione Fair Value fornita dal provider)

La Cassa definisce di seguito il livello di mark up massimo applicabile in fase di negoziazione in contropartita diretta, in base ai seguenti parametri:

1) contesto di mercato.

- In condizioni **“normali”** di mercato si applicherà:
  - uno spread denaro max pari a Fair Value - 150 bps
  - uno spread lettera max pari a Fair Value + 75 bps
- In condizioni **“di stress”** di mercato si applicherà:
  - uno spread denaro max pari a Fair Value - 300 bps
  - uno spread lettera max pari a Fair Value + 150 bps
- In condizioni **“di crisi”** si sospenderanno temporaneamente le negoziazioni.

Pertanto, al verificarsi di “condizioni di Stress” è possibile aumentare lo spread previsto in “condizioni normali” o sospendere temporaneamente la negoziazione degli strumenti finanziari in caso di crisi. Le condizioni di stress possono essere determinate, eventualmente, sulla base della seguente griglia:

Gruppo indicatori	Parametri	Soglia
Gruppo 1	Variazione Euribor 3M Variazione Euribor 6M	5 bps 5 bps
Gruppo 2	CDS iTRAXX Crossover CDS iTRAXX Financials	30 bps 10 bps
Gruppo 3	Rendimento (Btp3Yr – Swap3Yr) Rendimento (Btp5Yr – Swap5Yr) Rendimento (Btp7Yr – Swap7Yr)	20 bps 18 bps 15 bps
Gruppo 4	Spread di credito BBB Spread di credito A	10 bps 15 bps

Il superamento da parte di un singolo indicatore della soglia non viene interpretato come indicazione univoca dell'emergere di una situazione anomala. Vengono quindi definiti tre scenari in relazione al seguente schema logico di allerta.

N° gruppi in superamento limite	Tipo scenario	Azione intrapresa
Fino a 2 su 4	Operatività ordinaria	Nessuna.
3 su 4	Stato di stress	Incremento dei livelli degli spread denaro/lettera come sopra indicato
4 su 4	Stato di crisi	Sospensione temporanea della negoziazione sino al termine dello stato di crisi.





**PrimaCassa**  
Credito Cooperativo FVG

La rilevazione dello “stato di stress” comporta l’incremento dei livelli di spread denaro/lettera per 3 giorni di mercato aperto consecutivi dalla data di rilevazione. Se in tale intervallo non viene rilevato un altro stato di stress, gli spread rientrano sui livelli normali. In caso gli indicatori rilevino invece una nuova condizione di stress, gli spread denaro/lettera vengono ampliati per altri 3 giorni a decorrere da tale rilevazione.

Il valore dei singoli indicatori sarà reperibile quotidianamente sul portale [www.cassacentrale.it](http://www.cassacentrale.it).

## 2)-nominale riacquistato di proprietà/totale collocato

E’ possibile aumentare lo spread o sospendere la negoziazione in base al rapporto, valutato tempo per tempo, tra il totale del valore nominale delle obbligazioni già acquistate di proprietà e totale del valore nominale delle obbligazioni collocate presso la clientela, secondo la seguente griglia:

<b>valore nominale</b>	<b>Soglia 1</b>	<b>Soglia 2</b>
totale già acquistato di proprietà/collocato totale	2%	10%

- ad ogni operazione di negoziazione che sia compresa tra la soglia 1 e la soglia 2 si applicano gli spread denaro/lettera previsti per le condizioni di mercato in “*stress*”;
- Oltre la soglia 2 è facoltà della Cassa procedere alla sospensione delle negoziazioni sino al ripristino delle condizioni pre crisi.