



**Banca di Caraglio**

# **Policy di Valutazione e Pricing dei prestiti obbligazionari di propria emissione**

Approvazione	Consiglio di Amministrazione
Data	18/12/2017
Versione	17.01

## INDICE

<b>1. PREMESSA.....</b>	<b>3</b>
<b>2. POLITICA DI VALUTAZIONE E PRICING .....</b>	<b>3</b>
2.1.    AMBITO DI APPLICAZIONE E CONTENUTO.....	3
2.2.    CARATTERISTICHE DELLE METODOLOGIE DI PRICING E PROCESSO VALUTATIVO .....	4
2.3.    MARK UP E SPREAD DI NEGOZIAZIONE .....	4
2.4.    MONITORAGGIO .....	5
2.5.    AGGIORNAMENTO E REVISIONE .....	5
2.6.    CONTROLLI INTERNI .....	5
<b>3. PRESTITI OBBLIGAZIONI DI PROPRIA EMISSIONE .....</b>	<b>6</b>
3.1.    METODOLOGIA DI PRICING .....	6
3.2.    APPROCCIO METODOLOGICO .....	7
3.3.    MERITO DI CREDITO DELL'EMITTENTE .....	7
3.4.    SPREAD COMMERCIALE.....	8
3.5.    PERIODO TRANSITORIO .....	8
3.6.    DETERMINAZIONE DEL MARK UP.....	8
<b>4. INFORMATIVA ALLA CLIENTELA .....</b>	<b>11</b>

## 1. 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 Banca.

## 2. POLITICA DI VALUTAZIONE E PRICING

### 2.1. *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;

La Politica individua i criteri e parametri di valutazione e di pricing adottati dalla Banca 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 o negoziati in contropartita diretta, 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 Banca 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 Banca 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.

La presente Policy viene approvata dal Consiglio di Amministrazione ed è soggetta a monitoraggio periodico e a revisione su base almeno annuale.

## ***2.2. 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 portafoglio titoli e derivati della proprietà. Tale coerenza è assicurata anche sul mercato secondario.

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

- I. 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.

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

## ***2.3. Mark up e spread di negoziazione***

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

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

#### **2.4. Monitoraggio**

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

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

#### **2.5. Aggiornamento e revisione**

La Banca, 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.

#### **2.6. 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 Banca 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 dell'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;
- 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 Banca provvede ad archiviare quotidianamente il set di parametri utilizzati dalle metodologie di pricing ritenuto rappresentativo di ogni giornata operativa in cui vengono effettuate le transazioni.

### **3. PRESTITI OBBLIGAZIONI DI PROPRIA EMISSIONE**

#### ***3.1. Metodologia di pricing***

I principi e le metodologie di pricing descritti nel presente documento hanno ad oggetto le obbligazioni ordinarie emesse dalla Banca di Caraglio.

La proposta metodologica di determinazione del fair value delle obbligazioni proprie 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 della Banca nelle relazioni con la sua 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 Comunicazione Consob citata) 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:

- 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 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 costituisce una metodologia di stima del fair value che si basa sullo spread di emissione. Peraltro, è una metodologia che risulta analoga a quella dell'asset swap (già applicata presso altre Banche di dimensione e complessità analoghe a quelle di questa Banca).

Di seguito si riporta la descrizione della metodologia di stima del fair value dei Prestiti Obbligazionari emessi.

### **3.2. Approccio metodologico**

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.

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:

$C_i$ : è la cedola  $i$ -esima del PO;

$\Delta t_i$ : è la  $i$ -esima durata cedolare;

$DF$ : 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; viceversa, il derivato sarà valutato mediante modelli finanziari che possono variare in base al tipo di opzione implicitamente acquistata o venduta dalla banca emittente.

### **3.3. Merito di credito dell'emittente**

Lo spread di emissione del titolo obbligazionario tiene conto, come già detto, del merito creditizio dell'emittente la cui quantificazione, in assenza di rating ufficiali, tiene comunque conto delle indicazioni della CONSOB, relativamente alla tipologia dell'emittente che, nel caso di specie, è un intermediario vigilato.

In attesa dell'inizio dell'attività del Fondo di Garanzia Istituzionale<sup>1</sup> la Banca utilizza il merito di credito corrispondente al rating BBB di Standard & Poor. La componente di merito creditizio dell'emittente sarà calcolata come differenza, relativamente alla struttura a termine dei tassi, tra la curva corrispondente al rating selezionato, secondo quanto descritto in precedenza, e quella risk-free. Nel caso non risultino disponibili curve a termine per classi di rischiosità inferiori ad alcuni livelli di rating si procederà a determinarle attraverso opportune tecniche interpolative. La parte di spread di emissione diversa da quella relativa al merito creditizio dell'emittente è riferibile ad una componente commerciale

### 3.4. *Spread commerciale*

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

- ✓ Spread di emissione: differenza tra rendimento del titolo emesso e tasso Free Risk di pari durata;
- ✓ Spread creditizio: si veda paragrafo precedente;
- ✓ Spread commerciale: Spread di emissione – spread creditizio.

La Banca delibera, di limitare il proprio spread commerciale nella misura massima del 200% dello spread creditizio relativo a ciascuna emissione.

### 3.5. *Periodo transitorio*

Il metodo di pricing adottato ha valenza generale.

### 3.6. *Determinazione del mark up*

La Banca può definire il livello di mark up massimo applicabile, in base ai seguenti parametri:

---

<sup>1</sup> In assenza di rating ufficiali, i rating puntuali determinati da FGI possono rappresentare la soluzione più appropriata in quanto:

- a) derivano da un sistema di stima derivano da una sistema di stima del merito creditizio delle BCC-CR:
  - conforme dal punto di vista metodologico alle prescrizioni previste dalla normativa prudenziale di Basilea 2 per i sistemi IRB (Internal Rating Based);
  - oggetto di valutazione da parte della Banca d'Italia nell'ambito del processo di riconoscimento formale del FGI;
- b) garantiscono la coerenza rispetto alle valutazioni effettuate ai fini interni dal FGI.

Sulla base di un approccio che si va affermando presso le Agenzie internazionali di Rating, i network bancari cooperativi che si doteranno di schemi di tutela istituzionali potranno ottenere, a seconda delle condizioni, un "rating floor" ovvero un "rating di sistema" che potranno essere estesi alle singole BCC-CR aderenti.

Con specifico riferimento al primo, poiché il concetto di rating floor sottende una uniformizzazione delle BCC-CR aderenti al FGI in termini di "rating minimo", si ritiene coerente utilizzare eventualmente il rating individuale ufficiale nei casi in cui risulti migliore del rating floor. In subordine, ovvero in assenza di un rating individuale ufficiale, potrà essere utilizzato il rating puntuale della singola BCC-CR determinato dal FGI.

Ciò premesso e atteso che la garanzia del FGI coprirà le sole obbligazioni sottoscritte dalla clientela retail (Sono esclusi dalla garanzia i prestiti obbligazionari subordinati) emesse in data successiva a quella di avvio operativo dello stesso e nel presupposto dell'attribuzione di un rating floor ufficiale, seguendo il citato approccio si prospettano le seguenti soluzioni operative:

- a) per le emissioni obbligazionarie emesse precedentemente all'avvio operativo del FGI: rating individuale ufficiale oppure - ove non presente - rating puntuale della banca determinato dal FGI;
- b) per le emissioni obbligazionarie emesse successivamente all'avvio operativo del FGI:
  - non coperte da garanzia del FGI: come nel punto a);
  - coperte da garanzia del FGI e nelle more di assegnazione del rating floor ufficiale: come nel punto a);
  - coperte da garanzia del FGI con rating floor ufficiale:
    - rating floor del FGI; oppure
    - rating individuale ufficiale se migliore di quest'ultimo; oppure - ove non presente - "rating puntuale" della banca determinato dal FGI se migliore del rating floor.

- tipologia del prodotto
- vita residua
- contesto di mercato
- quantità dell'operazione e percentuale dell'emissione

Per quanto concerne i due ultimi parametri, si può ipotizzare un'applicazione di uno spread denaro/lettera nel seguente modo:

- Contesto di mercato

La Banca applicherà uno spread denaro/lettera nel seguente modo:

- ✓ In condizioni “normali” di mercato:
  - uno spread denaro di Max 100 p.b.
  - uno spread lettera di Max 100 p.b.
- ✓ In condizioni “di stress” di mercato:
  - uno spread denaro di Max 200 p.b.
  - uno spread lettera di Max 200 p.b.

Pertanto, al verificarsi di “condizioni di Stress” è possibile aumentare lo spread previsto in “condizioni normali” fino ad un ammontare di 100 punti base ovvero sospendere temporaneamente la negoziazione degli strumenti finanziari.

Le condizioni di stress saranno determinate, sulla base della seguente griglia:

<b>Gruppo Indicatori</b>	<b>Parametri</b>	<b>Soglia</b>
Gruppo 1	Variazione Eonia	0,20
	Variazione giornaliera tasso Euribor 1M	0,20
	Variazione giornaliera tasso Euribor 3M	0,20
	Variazione giornaliera tasso Euribor 6M	0,20
Gruppo 2	Variazione spread Euribor 1M – Eonia swap 1M	0,10
	Variazione spread Euribor 3M – Eonia swap 3M	0,10
	Variazione spread Euribor 6M – Eonia swap 6M	0,10
Gruppo 3	Variazione volume tot. Rifinanziamento BCE	20,0%
Gruppo 4	Variazione volumi segmento ON unsecured	-30,0% bps
	Variazione volumi segmento secured (repo)	-20,0% bps
Gruppo 5	Variazione mensile spread BTP – Bund 5Y (bps)	50,0
	Variazione mensile spread BTP – Bund 10Y (bps)	70,0
	Variazione mensile credit spread rating BBB (bps)	20,0

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 5	Operatività ordinaria	Nessuna
3 o 4 su 5	Stato di Stress	Incremento dei livelli degli spread denaro/lettera come sopra indicato
5 su 5	Stato di Stress	Sospensione temporanea della negoziazione

- Quantità dell'operazione e percentuale dell'emissione

Per quanto concerne le quantità, la determinazione dello spread viene definita per singola operazione e/o in percentuale dell'emissione. In quest'ultimo caso, il limite viene individuato sulla base dei dati storici di rientro dei titoli emessi dalla Banca. Pertanto, è possibile aumentare lo spread o sospendere la negoziazione in base alla seguente griglia:

Quantità	Soglia1	Soglia2
Per singola operazione	€ 100.000,00	€ 250.000,00
Percentuale di emissione	10%	20%

Tra la soglia 1 e la soglia 2 delle quantità definite per operazione/percentuale di emissione applicazione dello spread previsto per le condizioni di mercato in "stress".

Oltre la soglia 2 sospensione delle negoziazioni.

Le componenti che definiscono il mark up saranno storicizzate al fine di ricostruire l'attività svolta.

## 4. INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

PROCEDURA	DESCRIZIONE
<b>Prodotti finanziari negoziati</b>	Prestiti obbligazionari emessi dalla Banca aventi caratteristiche di negoziabilità con il pubblico (emesse a seguito di approvazione del prospetto di emissione) ad eccezione di eventuali emissioni subordinate le cui limitazioni saranno riportate nei rispettivi Prospetti Informativi che saranno consegnati all'atto della sottoscrizione.
<b>Servizio di investimento</b>	Le operazioni eseguite sulle obbligazioni presenti sul listino sono effettuate nell'ambito del servizio di negoziazione in conto proprio
<b>Clientela ammessa alla negoziazione</b>	Clientela "al dettaglio" ( <i>retail</i> ) della Banca titolare di conto corrente e deposito titoli.
<b>Procedure, modalità di negoziazione e esecuzione dell'ordine</b>	<p>Gli ordini possono essere accolti presso tutte le filiali della Banca, o mediante ordine telefonico, da personale autorizzato alla prestazione dei servizi di investimento.</p> <p>Le negoziazioni si svolgono secondo il sistema di negoziazione continua: tutti gli ordini vengono eseguiti in contropartita diretta con il portafoglio di proprietà della Banca attraverso un sistema automatico di negoziazione degli ordini (paniere). Il sistema di negoziazione registra i dati essenziali dell'ordine e dell'eseguito quali, ad esempio, il codice ISIN dello strumento finanziario, la descrizione, il tipo di movimento, il valore nominale, il prezzo, il rateo, le spese, la divisa di denominazione dello strumento finanziario, la data e l'ora dell'ordine, la valuta di regolamento e il controvalore dell'operazione.</p> <p>Lo smobilizzo e il regolamento delle operazioni in acquisto e in vendita avviene di norma entro tre giorni lavorativi dal momento dell'inserimento dell'ordine nella procedura. Il sistema di negoziazione registra i dati essenziali dell'ordine.</p>
<b>Pricing</b>	<p>I prezzi in acquisto e in vendita delle obbligazioni proprie sono calcolati almeno giornalmente in conformità a quanto indicato nel paragrafo 3.1 "Metodologia di Pricing" della "Politica di Valutazione e Pricing dei prestiti obbligazionari di propria emissione". Ai prezzi così determinati, la Banca applica uno spread denaro (proposte in acquisto) e lettera (proposte in vendita) in base a valutazioni finanziarie e commerciali definite dall'Area Finanza così come descritto al punto 3.6 della citata Policy. Tale spread comunque non potrà eccedere i 100 punti base in caso di acquisto del cliente (spread lettera) e i 100 punti base in caso di vendita da parte del cliente (spread denaro) in condizioni normali di mercato, mentre in caso di "stress di mercato" lo spread potrebbe essere aumentato ma comunque non eccederà i 200 punti base in caso di acquisto del cliente (spread lettera) e i 200 punti base in caso di vendita da parte del cliente.</p> <p>Eventuali componenti derivative saranno valutate mediante modelli finanziari che variano in base al tipo di opzione implicitamente acquistata o venduta dall'Emittente e sulla base dei servizi di pricing forniti dalla controparte di negoziazione.</p>
<b>Quantitativo di ciascuna proposta di negoziazione</b>	La Banca assicura la negoziazione per le proposte di riacquisto, in normali condizioni di mercato, ed entro specifiche soglie determinate dalla percentuale di emissione già detenuta nella proprietà della banca e dal controvalore soglia per singola operazione, secondo regole definite. Per le proposte in vendita i limiti sono dipendenti dalla disponibilità di obbligazioni di propria emissione nel portafoglio di proprietà, e da eventuali valutazioni finanziarie e commerciali definite dalla Banca.
<b>Giornate e orario di funzionamento del sistema</b>	L'ammissione alla negoziazione è consentita dalle ore 08.30 alle ore 16.30 nelle giornate di apertura al pubblico degli sportelli della Banca.
<b>Trasparenza pre negoziazione</b>	<p>L'informativa è disponibile, 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>
<b>Trasparenza post negoziazione</b>	<p>L'informativa è disponibile 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>
<b>Liquidazione e regolamento dei contratti</b>	Lo smobilizzo e il regolamento delle operazioni in acquisto e in vendita avviene di norma entro due giorni lavorativi dal momento dell'inserimento dell'ordine nella procedura.

### Note

Tali procedure sono finalizzate ad assicurare la liquidità dei prodotti finanziari in normali condizioni di mercato e in nessun caso costituiscono un impegno al riacquisto da parte della Banca. Inoltre, le stesse procedure operano nei limiti di quanto previsto di volta in volta dalla documentazione di offerta dei prodotti finanziari emessi e distribuiti dalla Banca, alla quale gli investitori sono invitati a fare riferimento.

In caso di disinvestimento dei titoli prima della scadenza, il sottoscrittore potrebbe subire delle perdite in conto capitale, in quanto l'eventuale vendita potrebbe avvenire ad un prezzo inferiore a quello di emissione dei titoli.