

POLICY		
Quaestio Capital SGR		A.15.03
AREA PROPONENTE:	Nome policy Criteri di valorizzazione del fondo Quaestio Italian Growth	Data:
AREA CONTROLLI		28.9.2020
		Approvata dal CdA del 28.9.2020
AREE E FUNZIONI INTERESSATE: Area controlli – unità di financial risk management		Sostituisce: A.15.02

Versione	Modifiche alla versione precedente
A.15.02	Cambio codifica e modifiche di layout
A.15.03	- Revisione annuale con aggiornamento dei ruoli di depositario e outsourcer, adeguamenti alla struttura organizzativa dei controlli successiva a gennaio 2020; - Formalizzazione del ruolo del Consiglio di Amministrazione e dell'Alta Dirigenza; in particolare viene previsto che in caso di valore di mercato della partecipazione non quotata diversa dal costo la decisione di svalutazione o rivalutazione sia in capo al Consiglio sulla base di una proposta del Chief Risk Officer e del parere preventivo del Comitato Controlli Interni e Rischi

1 - OBIETTIVI E CONTESTO DEL DOCUMENTO

Il presente documento ha lo scopo di definire i criteri per la valorizzazione delle attività finanziarie detenute dal fondo Quaestio Italian Growth, in accordo ai quali il depositario (BNP Paribas) - per i soli strumenti quotati come di seguito definiti - è tenuto a fornire i prezzi. Le quotazioni dei titoli non quotati vengono invece fornite direttamente dall'Area controlli - unità di financial risk management.

Tutto il processo è governato dall'Area controlli - unità di financial risk management, posta in una posizione indipendente rispetto alla gestione - e vede coinvolti in alcuni punti decisionali il Consiglio di Amministrazione.

2 – RIFERIMENTI NORMATIVI

- Regolamento europeo n. 231/2013 del 19.12.2012
- Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia del 17.1.2017

3 - DEFINIZIONI

3.1 – Info-provider di riferimento

Ai fini della valorizzazione degli strumenti finanziari quotati si utilizzano i seguenti provider di riferimento, in ordine di priorità:

- a) Bloomberg;
- b) Six financial information;
- c) Reuters (solo in postazione, senza data feed).

3.2 - Mercati regolamentati

Per mercati regolamentati si intendono i mercati iscritti nell'elenco previsto dall'art. 63, comma 2, o nell'apposita sezione prevista dall'art. 67, comma 1, del T.U.F., nonché i mercati inclusi nell'apposito elenco pubblicato da Assogestioni sul proprio sito internet. Per la lista dei mercati regolamentati attualmente censiti a sistema, vedere [Tabella 5 - appendice](#)

3.3 - Circuiti di contrattazione alternativi

Circuiti alternativi che espongono prezzi di contributori rilevabili sui circuiti informativi gestiti dagli info - provider di riferimento.

In particolare:

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 2 Pag.

- a) Bloomberg Generic Number (BGN¹, provider Bloomberg);
- b) Bloomberg Bond trade Composite (CBBT/BBT², provider Bloomberg);
- c) Xtrakter (provider Telekurs).

3.4 - Prezzo fermo

Un titolo è considerato "fermo" se la sua variazione rispetto al giorno precedente è ritenuta nulla. A tale scopo, una variazione viene ritenuta nulla se il suo valore assoluto è inferiore allo 0,01%.

3.5 - Prezzo anomalo

Vengono definiti anomali i prezzi che hanno registrato variazioni significative rispetto a quelli utilizzati per la valorizzazione del giorno precedente (situazione opposta rispetto ai "prezzi fermi"). Le variazioni percentuali che qualificano come anomalo un prezzo sono indicate in Tabella 1 appendice.

In caso di prezzo anomalo, si effettuano le opportune verifiche e, se del caso, Previnet contatta la struttura di Risk Management della SGR per un eventuale confronto.

3.6 - Prezzo significativo

Per la determinazione del prezzo significativo vengono considerate diverse fonti di prezzi, allo scopo di garantire - il più possibile - continuità nel pricing dei singoli asset e attendibilità dei prezzi, che devono sempre rappresentare al meglio l'effettivo valore di realizzo.

I prezzi rilevati sui *mercati regolamentati* sono considerati significativi quando:

- a) risultino connessi a volumi di negoziazione significativi;
- b) non presentino le caratteristiche di *prezzo fermo* da almeno 10 giorni.

I prezzi rilevati sui *circuiti di trattazione alternativi* sono considerati significativi quando:

- a) siano caratterizzati da un bid/ask spread ritenuto adeguato (tabella 2 appendice);
- b) non presentino le caratteristiche di *prezzo fermo* da almeno 10 giorni.

¹ Definizione Bloomberg: Bloomberg Generic Price (BGN) is Bloomberg's market consensus price for corporate and government bond. Bloomberg Generic Prices are calculated by using prices contributed to Bloomberg and any other information that we consider relevant. Bloomberg does not make a market in any of the securities that we price. The actual methodology we use is proprietary and depends on the type of pricing and the markets involved. The goal of the methodology is to produce "consensus" pricing.

² Definizione Bloomberg: The CBBT price is calculated using only the most recently updated executable prices, which ensures reliability. The CBBT price is not a best bid/offer. Rather, the CBBT price strives to give an accurate indication of where you can reasonably expect to find opportunities to transact via the BLOOMBERG PROFESSIONAL® service.

Pertanto, in generale, su ciascun prezzo è condotta una verifica con l'obiettivo di definire come non significativi i prezzi che abbiano almeno una delle seguenti caratteristiche:

- presentano la caratteristica di prezzo fermo da 10 giorni;
- non hanno bid / ask spread adeguato;
- lo strumento finanziario presenta volumi di negoziazione = 0.

3.7 – Prezzo ufficiale

Prezzo medio ponderato per le relative quantità di contratti conclusi durante l'intera seduta al netto degli scambi cross-border.

3.8 – Prezzo di chiusura (last price)

Ultimo prezzo scambiato durante la giornata di contrattazione.

3.9 – Main price

Prezzo principale, da validare, candidato ad essere utilizzato nella valorizzazione dello strumento finanziario.

3.10 – Back price

Prezzo utilizzato per controllare e validare il main price.

4 - CLASSIFICAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

4.1 - Strumenti finanziari quotati e non quotati

Considerato quanto previsto dal Regolamento Banca d'Italia in materia di gestione collettiva del risparmio, vengono classificati come quotati gli strumenti finanziari:

- negoziati su un *mercato regolamentato*;
- emessi recentemente e per i quali sia stata presentata la domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato ovvero nella delibera di emissione sia stato previsto l'impegno a presentare tale domanda (*titoli quotandi*).

Sono considerati non quotati gli strumenti finanziari:

- non negoziati sui *mercati regolamentati*;

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20
	Pag. 4

- non ancora ammessi alla negoziazione trascorso un anno dall'emissione o dalla presentazione della domanda;
- pur ammessi alla negoziazione presso un mercato regolamentato, siano sospesi dalla negoziazione da oltre tre mesi e abbiano volumi di negoziazione poco rilevanti e con ridotta frequenza scambi.

Per il censimento degli strumenti finanziari come quotati o non quotati, si verificano congiuntamente i campi EXCH_CODE³ e TRADE STATUS⁴ di Bloomberg. In particolare è sufficiente EXCH_CODE riporti un mercato (condizione necessaria affinché sia possibile affermare che il titolo è quotato su una piazza), e nel contempo TRADE STATUS sia pari a 1 (titolo attivo).

La verifica della classificazione dei titoli come quotati o non quotati viene effettuata settimanalmente.

5 - VALORIZZAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI

Per ciascuno strumento finanziario vengono individuate delle fonti di pricing da cui acquisire due prezzi, definiti rispettivamente come "main price" e "back price".

I main e il back price devono essere confrontati tra loro quotidianamente. Qualora la differenza (in valore assoluto) tra i due prezzi sia inferiore alle soglie prestabilite (tabella 3 appendice), il prezzo principale (main price) sarà selezionato ai fini della valorizzazione.

L'acquisizione del main e del back price avviene secondo delle liste di priorità, definite – come dettagliato di seguito – in base alla tipologia di strumento finanziario da valorizzare.

Le fonti di valorizzazione sono state scelte considerando la rappresentatività dei mercati. In tutti i casi, tranne i casi per i quali è espressamente previsto diversamente, si utilizza il prezzo di fine giornata, ovvero ultimo prezzo scambiato nella giornata di contrattazione (*last price*).

In generale, vengono considerati solamente i *prezzi significativi*, come da definizione.

Se non viene rilevato alcun *prezzo significativo*, per i primi 10 giorni si utilizzerà l'ultima quotazione disponibile. Dall'undicesimo giorno, il titolo verrà considerato illiquido.

³ Definizione Bloomberg: *Code for the exchange on which the security trades.*

⁴ Definizione Bloomberg: *Indicates if the security is currently active. Returns Y or N.*

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20
	5

5.1 - Titoli obbligazionari

- a) Bloomberg Generic Number (BGN) (provider: Bloomberg);
- b) Bloomberg BondTrade Composite (CBBT/BBT) (provider: Bloomberg);
- c) Mercato di riferimento⁵, prezzo di chiusura / prezzo ufficiale (provider: Bloomberg);
- d) Xtrakter (provider: Telekurs).

Viene data priorità alla fonte prezzo BGN (primo main price), che dovrà pertanto essere validato. Per il processo di validazione, si considerano i back price secondo l'ordine di priorità sopra riportato. Per ciascuna coppia main price – back price si verifica se la soglia di scostamento è inferiore alle soglie definite nella tabella 3 in appendice; in caso affermativo, il prezzo è validato.

E' sufficiente lo scostamento sia inferiore alla soglia anche per un solo back price, affinché il main price venga validato.

Se il primo main price non supera il processo di convalida, si passa alla seconda fonte prezzo da validare (CBBT) , che verrà quindi sottoposta al medesimo processo di verifica. Se nemmeno la seconda fonte prezzo CBBT fornisce un prezzo significativo, si passa alla terza fonte, il mercato di riferimento, che verrà verificato con la quotazione Xtrakter fornita da Telekurs (verifica cross provider). Se nemmeno in questo caso si ottiene un prezzo significativo, non è possibile reperire la quotazione.

Nel caso in cui un titolo non faccia prezzo in un dato giorno e non sia possibile reperire alcuna quotazione, date le fonti suddette, il prezzo verrà mantenuto invariato.

Se per 10 giorni lavorativi consecutivi non si rileveranno quotazioni, il titolo assumerà la qualifica di *titolo illiquido*, per cui le regole di pricing diverranno quelle di cui al paragrafo dedicato agli *strumenti finanziari non quotati*.

5.2 - Titoli azionari

- a) Mercato di riferimento, come da tabella 4 in appendice, prezzo di chiusura (provider: Bloomberg);
- b) Mercato di riferimento, come da tabella 4 in appendice, prezzo di chiusura (provider: Telekurs);

⁵ Come da tabella 4 in appendice

In caso si rilevi una differenza prezzi oltre soglia, si comunicherà l'anomalia alla struttura di Risk dell'SGR, con la quale si condividerà la quotazione da utilizzare.

Nel caso in cui un singolo titolo non faccia prezzo in un dato giorno (ad esempio per mancanza di scambi per chiusura mercato), il prezzo verrà mantenuto invariato.

Se per 10 giorni lavorativi consecutivi non si rileveranno quotazioni sul mercato principale di riferimento, verrà considerato il mercato in cui il titolo risulta maggiormente scambiato. Come regola generale, in questa ipotesi, la fonte alternativa di pricing andrà condivisa con la struttura di Risk Management dell'SGR.

Le azioni di nuova emissione, in attesa del primo giorno di quotazione ufficiale, vengono quotate al prezzo di collocamento.

5.3 – OICVM (ETF) e FIA quotati:

- a) Mercato di riferimento, come da tabella 4 in appendice, sezione Azionario, prezzo di chiusura (provider: Bloomberg);
- b) Mercato di riferimento, come da tabella 4 in appendice, sezione Azionario prezzo di chiusura (provider: Telekurs);

In caso si rilevi una differenza prezzi oltre soglia, si comunicherà l'anomalia alla struttura di Risk dell'SGR, con la quale si condividerà la quotazione da utilizzare.

Nel caso in cui un singolo titolo non faccia prezzo in un dato giorno (ad esempio per mancanza di scambi per chiusura mercato), il prezzo verrà mantenuto invariato.

Se per 10 giorni lavorativi consecutivi non si rileveranno quotazioni sul mercato principale di riferimento, verrà considerato il mercato in cui il titolo risulta maggiormente scambiato. Come regola generale, in questa ipotesi, la fonte alternativa di pricing andrà condivisa con il risk.

5.4 - Derivati finanziari quotati

Vengono considerati derivati finanziari gli strumenti finanziari definiti dall'art.1, comma 3 del TUF.

Anche in questo caso si verifica:

- a) Mercato di riferimento, prezzo di chiusura (provider: Bloomberg);
- b) Mercato di riferimento, prezzo di chiusura (provider: Telekurs);

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 7
	Pag.

In caso si rilevi una differenza prezzi oltre soglia, si comunicherà l'anomalia alla struttura di Risk dell'SGR, con la quale si condividerà la quotazione da utilizzare.

Nel caso in cui un singolo titolo non faccia prezzo in un dato giorno (ad esempio per mancanza di scambi per chiusura mercato), il prezzo verrà mantenuto invariato.

Se per 10 giorni lavorativi consecutivi non si rileveranno quotazioni sul mercato principale di riferimento, si condividerà con il risk una fonte alternativa di pricing.

6 - VALORIZZAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI

La procedura di valutazione dei titoli non quotati seguita dall'unità di financial risk management prende in considerazione la determinazione della stima del Fair Market Value ("FMV") degli stessi, determinato in conformità con i Principi EVCA.

Nella conduzione delle valutazioni l'unità di financial risk management si può avvalere di un consulente esterno (Deloitte Advisory) con il quale è in essere uno specifico contratto di consulenza.

Considerata l'attuale composizione del fondo (un'unica partecipazione non quotata) e il fatto che si è concluso il periodo di investimento, la valorizzazione dei titoli non quotati avviene secondo i criteri indicati dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio al paragrafo 2.4, sezione II del titolo V; in particolare il processo di valutazione dei beni del Fondo svolto dall'Advisor, si sviluppa nelle seguenti principali fasi di attività:

- a) raccolta e analisi delle informazioni nel continuo tra unità di financial risk management e gestore del fondo; a tale proposito si individua di norma un unico momento informativo rilevante che richiede di procedere alla stima del "FMV" della partecipazione, ossia il bilancio annuale disponibile verso la fine del secondo semestre dell'anno; ciò non esclude tuttavia che in presenza di altre informazioni rilevanti straordinarie (quali ad esempio aggiornamenti di business plan, operazioni sul capitale societario etc) l'unità di financial risk management non valuti la necessità di procedere con aggiornamenti di valutazione del "FMV";
- b) ottenuta ed esaminata la documentazione informativa (tipicamente il bilancio di esercizio), l'unità di risk financial management valuta se ricorrono le condizioni per confermare la valutazione della partecipazione al costo, ovvero se è opportuno procedere alla rivalutazione del "FMV", anche con il supporto di Deloitte, al fine di verificare se ricorrono le condizioni previste dal citato paragrafo 2.4 del Regolamento Banca d'Italia sia per una svalutazione della partecipazione, sia per una ripresa di valore.

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 8
	Pag.

c) stima del "FMV" dei beni tenuto conto delle seguenti linee guida:

- valutazione degli investimenti sulla base della metodologia più appropriata secondo le specificità e caratteristiche dell'investimento analizzato (cfr Appendice 2); nella valutazione potrà essere applicata una pluralità di metodologie al fine di sottoporre a verifica le risultanze. Tra le metodologie a cui fare riferimento rilevano in particolare *i/* il prezzo osservato di recenti transazioni, *ii/* i multipli osservati sempre di recenti transazioni ovvero di società quotate analoghe all'emissione da valutare, *iii/* il valore netto degli asset societari, *iv/* il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri della società, *v/* ovvero valutazioni di benchmark relativi all'industria in cui opera la società oggetto di valutazione.
- la/e metodologia/e selezionata/e viene/vengono poi applicata/e costantemente di trimestre in trimestre a meno che il cambiamento della/e stessa/e possa/no determinare una stima migliore del FMV; eventuali cambiamenti saranno motivati e supportati dall'Advisor;

d) ad ogni data NAV trimestrale del fondo, pertanto, si possono avere le seguenti due situazioni:

- nessuna nuova informazione rilevante sulla partecipazione, nel qual caso l'unità di financial risk management conferma l'ultima valutazione disponibile (che può coincidere con il costo di acquisto);
- nuova informazione rilevante sulla partecipazione che può dare origine a una decisione di svalutazione del prezzo della partecipazione se il "FMV" calcolato sul nuovo set documentale è inferiore al costo ovvero a una rivalutazione in caso sia superiore (naturalmente al ricorrere delle condizioni di cui al menzionato paragrafo 2.4 del Regolamento sulla gestione collettiva).

Il processo decisionale, le figure coinvolte e le relative responsabilità sono illustrate nel paragrafo 8 ("Obblighi, ruoli e responsabilità")

7 - STRUMENTI FINANZIARI IN DIVISA ESTERA

Per la conversione in divisa EUR degli strumenti finanziari denominati in divisa estera, si utilizza la fonte cambio definita dal regolamento del portafoglio oggetto di valutazione, alla data di riferimento della valorizzazione.

Le fonti disponibili sono BCE e WMReuters. Qualora non diversamente specificato, la fonte di default è BCE.

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 9
	Pag.

8 – OBBLIGHI, RUOLI E RESPONSABILITA'

Per i titoli quotati è responsabilità del depositario applicare correttamente la presente pricing policy; stante il numero contenuto dei titoli presenti nel fondo, ad ogni data NAV trimestrale l'unità di financial risk management verifica la corretta applicazione dei prezzi incrociando le informazioni del depositario con il proprio provider interno ("Factset") attraverso i prezzi pubblicati sulla dashboard aziendale. In caso di discrepanze informa prontamente l'Area Fund Administration per le interlocuzioni con il depositario e la risoluzione della possibile anomalia.

Per la partecipazione non quotata l'unità di financial risk management provvede a confermare il prezzo qualora, sentito anche il gestore del fondo, non vi siano informazioni rilevanti.

L'unità di financial risk management formalizza i controlli di cui ai due precedenti paragrafi attraverso una nota che viene conservata tra le evidenze dell'unità.

Qualora invece siano disponibili informazioni rilevanti sulla non quotata (per esempio bilancio ovvero altre operazioni societarie), il Chief Risk Officer, sentito anche il gestore del fondo, valuta se attivare l'Advisor per il calcolo del "FMV" (può per esempio essere opportuno ricorrere all'Advisor per il calcolo del "FMV" qualora le voci di bilancio registrino discontinuità evidente con le scritture dell'anno precedente, vi siano variazioni nelle proiezioni economiche pluriennali rispetto a quanto già disponibile, etc); scostamenti del "FMV" rispetto al costo richiedono valutazioni in merito a eventuali svalutazioni o rivalutazioni della partecipazione, che il Chief Risk Officer propone al Consiglio di Amministrazione in apposito report, sentito il Comitato Controlli Interni e Rischi, per la propria decisione.

A seguito della delibera del Consiglio di Amministrazione, l'unità di financial risk management trasmette la nuova valutazione della partecipata al depositario per il calcolo del NAV.

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 10 Pag.

APPENDICE 1

Tabella 1. Soglie di validazione dei prezzi storici per Asset Class ("prezzi anomali").

Classe di attività	Variazione del prezzo in valore assoluto
Obbligazioni	3%
Azioni	10%
Derivati OTC	1%

Tabella 2. Spread bid/ask per significatività prezzi rilevati su circuiti di trattazione alternativi; soglie massime di significatività.

Classe di attività	Spread bid/ask
- Titoli di stato di paesi non emergenti - Obbligazioni e titoli societari - Titoli ad alto rendimento e di mercati emergenti	Minore o uguale di 100 pb

Tabella 3. Variazione dei prezzi main/back per asset class.

Classe di attività	Delta prezzi
Titoli di stato italiani ed esteri	0,30%
Obbligazioni e titoli societari	0,75%
Azioni, OICR e derivati quotati	0%
Derivati OTC	0,5%

Tabella 4. Mercato di pricing per classe attività.

Classe di attività		Mercato / contributore		
			Codifica BLM	Codifica Tlk
AZIONARIO	Azioni Italia	MTA	IM	46
	Azioni Italia	Nuovo Mercato	NI	865
	Azioni Germania	Xetra / Frankfurt	GY / GF	44/13
	Azioni Francia	Euronext Paris	FP	25
	Azioni Belgio	Euronext Bruxelles	BB	6

Classe di attività		Mercato / contributore		
			Codifica BLM	Codifica Tlk
	Azioni Spagna	<i>Mercado Continuo España</i>	<i>SQ</i>	<i>1058</i>
	Azioni Irlanda	<i>Dublin Irish Stock Exchange</i>	<i>ID</i>	<i>145</i>
	Azioni Paesi Bassi	<i>Euronext Amsterdam</i>	<i>NA</i>	<i>38</i>
	Azioni Portogallo	<i>Euronext Lisbon</i>	<i>PL</i>	<i>51</i>
	Azioni Finlandia	<i>Helsinki Stock Exchange</i>	<i>FH</i>	<i>40</i>
	Azioni Regno Unito	<i>London Stock Exchange</i>	<i>LN</i>	<i>211</i>
	Azioni Svizzera	<i>Six swiss Exchange</i>	<i>VX</i>	<i>380</i>
	Azioni Svizzera	<i>Swiss Exchange</i>	<i>SE</i>	<i>4</i>
	Azioni Svezia	<i>Stockholm Stock Exchange</i>	<i>SS</i>	<i>53</i>
	Azioni Austria	<i>Vienna Wiener Boerse</i>	<i>AV</i>	<i>50</i>
	Azioni Danimarca	<i>Copenhagen Stock Exchange</i>	<i>DC</i>	<i>12</i>
	Azioni Norvegia	<i>Oslo Stock Exchange</i>	<i>NO</i>	<i>48</i>
	Azioni Grecia	<i>Athens Stock Exchange</i>	<i>GA</i>	<i>34</i>
	Azioni USA	<i>NY Stock Exchange</i>	<i>UN</i>	<i>65</i>
	Azioni USA	<i>Nasdaq</i>	<i>UQ</i>	<i>67</i>
	Azioni USA	<i>Washington other OTC market</i>	<i>UV</i>	<i>365</i>
	Azioni Canada	<i>Toronto Stock Exchange</i>	<i>CT</i>	<i>61</i>
	Azioni Giappone	<i>Tokyo Stock Exchange</i>	<i>JT</i>	<i>106</i>
	Azioni Giappone	<i>Osaka Stock Exchange</i>	<i>JO</i>	<i>107</i>
	Azioni Hong Kong	<i>Hong Kong Stock Exchange</i>	<i>HK</i>	<i>104</i>
	Azioni Singapore	<i>Singapore Stock Exchange</i>	<i>SP</i>	<i>120</i>
	Azioni Australia	<i>Australian Stock Exchange</i>	<i>AU</i>	<i>111</i>
	Azioni Nuova Zelanda	<i>New Zealand Stock Exchange</i>	<i>NZ</i>	<i>116</i>
	Azioni Messico	<i>Bolsa Mexicana de Valores</i>	<i>MM</i>	<i>80</i>
	Azioni Israele	<i>Tel Aviv Stock Exchange</i>	<i>IT</i>	<i>105</i>
	Azioni Sudafrica	<i>South Africa Securities Exchange</i>	<i>SJ</i>	<i>100</i>
OBBLIGAZIONARIO	Titoli Stato Italia	<i>MOT (prezzo di riferimento)</i>	<i>MILA</i>	<i>41</i>
	Titoli Stato Germania	<i>Frankfurt</i>	<i>FRNK</i>	<i>13</i>
	Titoli Stato Francia (BTAN e T-bill)	<i>Banque de France</i>	<i>BDF</i>	<i>438</i>
	Titoli Stato Francia (OAT)	<i>Paris Euronext</i>	<i>PSE</i>	<i>25</i>
	Titoli Stato Belgio	<i>Brussels Euronext</i>	<i>EURB</i>	<i>6</i>
	Titoli Stato Irlanda	<i>Dublin Irish Stock Exchange</i>	<i>IRSE</i>	<i>145</i>
	Titoli Stato Spagna	<i>Spain MTS</i>	<i>SMTS</i>	<i>552</i>
	Titoli Stato Portogallo	<i>Lisbon Stock Exchange</i>	<i>LSE</i>	<i>51</i>
	Titoli Stato Paesi Bassi	<i>Amsterdam Euronext</i>	<i>ENAM</i>	<i>38</i>
	Titoli Stato Danimarca	<i>Copenhagen Stock Exchange</i>	<i>COPE</i>	<i>12</i>
	Titoli Stato Svezia	<i>Sweden OM Fixed Income</i>	<i>PMI</i>	<i>506</i>
	Titoli Stato Austria	<i>Vienna Stock Exchange</i>	<i>VNNA</i>	<i>50</i>
	Titoli Stato Grecia	<i>Greece Hdat Bank of Greece</i>	<i>HDAT</i>	<i>34</i>
	Titoli Stato Finlandia	<i>Finland MTS</i>	<i>HMTS</i>	<i>553</i>

Classe di attività	Mercato / contributore		
		Codifica BLM	Codifica Tlk
Titoli Stato Lussemburgo	<i>Luxemborg Stock Exchange</i>	<i>LUX</i>	<i>47</i>
Titoli Stato Cipro	<i>Cyprus Stock Exchange</i>	<i>CYPRUS</i>	<i>299</i>
Titoli Stato Lettonia	<i>Latvia Stock Exchange</i>	<i>RIGA</i>	<i>306</i>
Titoli Stato Slovenia	<i>Ljubliana Stock Exchange</i>	<i>LJUBLJANA</i>	<i>294</i>
Titoli Stato Lituania	<i>Bloomberg Generic</i>	--	--
Titoli Stato Slovacchia	<i>Bratislava Stock Exchange</i>	<i>BRATISLAVA</i>	<i>187</i>
Titoli Stato Regno Unito	<i>IBOXX Consolidated / London SE LSE</i>	<i>IXSP / LSXC</i>	<i>36</i>
Titoli Stato Ungheria	<i>Budapest Stock Exchange</i>	<i>BUDA</i>	<i>213</i>
Titoli Stato Repubblica Ceca	<i>Prague Stock Exchange</i>	<i>PRAG</i>	<i>170</i>
Titoli Stato Bulgaria	<i>Bulgaria Stock Exchange</i>	<i>BULGARIA</i>	<i>308</i>
Titoli Stato Polonia	<i>Warsaw Stock Exchange</i>	<i>WSE</i>	<i>243</i>
Titoli Stato Romania	<i>Bucharest Stock Exchange</i>	<i>RBSE</i>	<i>304</i>
Titoli Stato Norvegia	<i>Oslo Stock Exchange</i>	<i>OSLO</i>	<i>48</i>
Titoli Stato Cile	<i>Santiago Stock Exchange</i>	<i>BCC</i>	<i>84</i>
Titoli Stato Corea del Sud	<i>Seoul Stock Exchange</i>	<i>KSEC</i>	<i>123</i>
Titoli Stato Turchia	<i>Bloomberg Generic</i>	--	--
Titoli Stato Israele	<i>Tel Aviv Stock Exchange</i>	<i>TEL AVIV</i>	<i>105</i>
Titoli Stato Messico	<i>Mexico Bolsa De Valoren</i>	<i>MEX</i>	<i>80</i>
Titoli Stato Giappone	<i>Japan Securities Dealers Association</i>	<i>JSDP</i>	<i>627</i>
Titoli Stato Stati Uniti	<i>New York Govpx</i>	<i>GOVP</i>	<i>419</i>
Titoli Stato Canada	<i>Toronto Stock Exchange</i>	<i>TRNT</i>	<i>61</i>
Titoli Stato Australia	<i>Australian Stock Exchange</i>	<i>ASX</i>	<i>111</i>
Titoli Stato Nuova Zelanda	<i>New Zealand Stock Exchange</i>	<i>NZSE</i>	<i>116</i>
Titoli di Stato altri Paesi	<i>Bloomberg Generic</i>	--	--
Corporate Bond	<i>Bloomberg Generic</i>	--	--

Tabella 5. Elenco mercati regolamentati censiti a sistema.

Descrizione mercato	Nazione	
<i>BUENOS AIRES - BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES</i>	ARGENTINA	
<i>AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE</i>	AUSTRALIA	
<i>NEW ZEALAND FUTURES / OPTIONS EXCHANGE</i>	AUSTRALIA	
<i>NEW ZEALAND STOCK EXCHANGE</i>	AUSTRALIA	
<i>VIENNA WIENER BÖRSE</i>	AUSTRIA	
<i>BANGLADESH - DHAKA STOCK EXCHANGE</i>	BANGLADESH	
<i>BELGIUM MTS</i>	BELGIO	
<i>BRUSSELS - EURONEXT BRUSSELS</i>	BELGIO	
<i>BRUSSELS EURONEXT BELFOX</i>	BELGIO	
<i>BRUSSELS NEW MARKET</i>	BELGIO	

<i>RIO DE JANEIRO - BOLSA DE VALORES DE RIO DE JANEIRO</i>	BRASILE	
<i>SAO PAULO - BOLSA MERCADO FUTUROS</i>	BRASILE	
<i>SAO PAULO - BOLSA DE VALORES DE SAO PAULO</i>	BRASILE	
<i>BULGARIA - BULGARIAN STOCK EXCHANGE</i>	BULGARIA	
<i>MONTREAL STOCK EXCHANGE</i>	CANADA	
<i>MONTREAL STOCK EXCHANGE, FUTURES</i>	CANADA	
<i>TORONTO STOCK EXCHANGE</i>	CANADA	
<i>PRAGUE - BÖRSE PRAG</i>	CECA (REPUBBLICA)	
<i>SANTIAGO - BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO</i>	CILE	
<i>SHANGHAI STOCK EXCHANGE</i>	CINA	
<i>SHENZHEN STOCK EXCHANGE</i>	CINA	
<i>NICOSIA - CYPRUS STOCK EXCHANGE</i>	CIPRO	
<i>BOGOTA - BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA COLOMBIA SE</i>	COLOMBIA	
<i>SEOUL - KOREA STOCK EXCHANGE</i>	COREA DEL SUD	
<i>CROATIA - ZAGREB STOCK EXCHANGE</i>	CROAZIA	
<i>COPENHAGEN - KOBENHAVNS FONDBORS</i>	DANIMARCA	
<i>CAIRO STOCK EXCHANGE</i>	EGITTO	
<i>ESTONIA - TALLINN STOCK EXCHANGE</i>	ESTONIA	
<i>MANILA STOCK EXCHANGE</i>	FILIPPINE	
<i>FINLAND-MTS FINLAND</i>	FINLANDIA	
<i>HELSINKI EXCHANGES, DERIVATIVES</i>	FINLANDIA	
<i>HELSINKI STOCK EXCHANGE</i>	FINLANDIA	
<i>FRANCE MTS</i>	FRANCIA	
<i>PARIS Euronext</i>	FRANCIA	
<i>PARIS Euronext Commodities Futures & Options</i>	FRANCIA	
<i>PARIS Euronext Interest Rate Futures & Options</i>	FRANCIA	
<i>PARIS Euronext MONEP</i>	FRANCIA	
<i>PARIS NOUVEAU MARCHÉ</i>	FRANCIA	
<i>BERLIN BREMEN EXCHANGE</i>	GERMANIA	

Descrizione mercato	Nazione	
<i>BREMEN BREMER WERTPAPIERBÖRSE</i>	GERMANIA	
<i>DÜSSELDORF RHEINISCH-WESTFÄHLISCHE BÖRSE ZU DÜSSELDORF</i>	GERMANIA	
<i>EUREX DEUTSCHLAND</i>	GERMANIA	
<i>FRANKFURT - FRANKFURTER WERTPAPIERBÖRSE</i>	GERMANIA	
<i>FRANKFURT EUREX</i>	GERMANIA	
<i>FRANKFURT EUROMTS</i>	GERMANIA	
<i>FRANKFURT NEW MARKET XETRA</i>	GERMANIA	
<i>FRANKFURT XETRA</i>	GERMANIA	
<i>GERMANY EUREX BONDS</i>	GERMANIA	
<i>GERMANY MTS GERMANY</i>	GERMANIA	
<i>GERMANY XETRA US STARS</i>	GERMANIA	
<i>GERMANY XETRA XXL</i>	GERMANIA	
<i>HAMBURG - HANSEATISCHE WERTPAPIERBÖRSE HAMBURG</i>	GERMANIA	
<i>HANOVER NIEDERSÄCHSISCHE BÖRSE ZU HANNOVER</i>	GERMANIA	
<i>MUNICH BAYERISCHE BÖRSE IN MÜNCHEN</i>	GERMANIA	
<i>STUTTGART BADEN-WÜRTTEMBERGISCHE WERTPAPIERBÖRSE</i>	GERMANIA	
<i>OSAKA NASDAQ JAPAN MARKETS</i>	GIAPPONE	
<i>OSAKA STOCK EXCHANGE</i>	GIAPPONE	
<i>TOKYO S.E., OFF-HOUR SINGLE ISSUE TRADING</i>	GIAPPONE	
<i>TOKYO STOCK EXCHANGE</i>	GIAPPONE	
<i>TOKYO STOCK EXCHANGE BASKET TRADING</i>	GIAPPONE	
<i>TOKYO STOCK EXCHANGE BLOCK TRADING</i>	GIAPPONE	
<i>TOKYO STOCK EXCHANGE, EVENING SESSION</i>	GIAPPONE	
<i>TOKYO TSE-MOTHERS</i>	GIAPPONE	
<i>ATHENS STOCK EXCHANGE</i>	GRECIA	
<i>GREECE HDAT BANK OF GREECE</i>	GRECIA	
<i>HONG KONG FUTURES EXCHANGE</i>	HONG KONG	
<i>HONG KONG STOCK EXCHANGE</i>	HONG KONG	
<i>HONG KONG STOCK OPTIONS</i>	HONG KONG	
<i>INDIA NATIONAL STOCK EXCHANGE</i>	INDIA	
<i>JAKARTA STOCK EXCHANGE, READY MARKET</i>	INDONESIA	
<i>DUBLIN - IRISH STOCK EXCHANGE</i>	IRLANDA	
<i>ICELAND STOCK EXCHANGE</i>	ISLANDA	
<i>TEL AVIV STOCK EXCHANGE</i>	ISRAELE	
<i>BORSA ITALIANA (IDEM)</i>	ITALIA	
<i>ITALY EURO MOT MARKET</i>	ITALIA	
<i>ITALY MERCATO AFFARI ITALIA, TRADING AFTER-HOURS</i>	ITALIA	
<i>ITALY MERCATO CONTINUO ITALIA</i>	ITALIA	

Descrizione mercato	Nazione	
ITALY MERCATO ITALIANO FUTURES	ITALIA	
ITALY TERZO MERCATO	ITALIA	
ITALY TLX MARKET	ITALIA	
MILAN MERCATO DEI DERIVATI	ITALIA	
MILAN MERCATO DEL REDDITO FISSO	ITALIA	
MILAN MERCATO TELEMATICO FONDI	ITALIA	
MILAN MTS ITALY	ITALIA	
MILAN SEDEX	ITALIA	
MILAN TLX	ITALIA	
LATVIA - RIGA STOCK EXCHANGE	LETTONIA	
LITHUANIA - VILNIUS STOCK EXCHANGE	LITUANIA	
LUXEMBOURG BOURSE DE LUXEMBOURG	LUSSEMBURGO	
MALTA STOCK EXCHANGE	MALTA	
CASABLANCA - BOURSE DE VALEURS DE CASABLANCA	MAROCCO	
MEXICO - BOLSA MEXICANA DE VAL.	MESSICO	
OSLO BORS	NORVEGIA	
AMSTERDAM - EURONEXT AMSTERDAM	PAESI BASSI	
AMSTERDAM - EURONEXT AMSTERDAM OPTIONS	PAESI BASSI	
AMSTERDAM MTS	PAESI BASSI	
AMSTERDAM NEW MARKET	PAESI BASSI	
EURO TLX MARKET	PAESI NON CLASSIFICATI	
KARACHI STOCK EXCHANGE	PAKISTAN	
LIMA - BOLSA DE VALORES DE LIMA	PERU'	
WARSAW - BÖRSE WARSCHAU	POLONIA	
LISBON - EURONEXT LISBON OPTIONS	PORTOGALLO	
LISBON EURONEXT	PORTOGALLO	
PORTUGAL MTS	PORTOGALLO	
LONDON EURONEXT LIFFE	REGNO UNITO	
LONDON INTERNATIONAL ORDER BOOK (IOB)	REGNO UNITO	
LONDON NASDAQ EUROPE	REGNO UNITO	
LONDON SEAQ INTERNATIONAL, MARKET MAKERS	REGNO UNITO	
LONDON STOCK EXCHANGE (LSE)	REGNO UNITO	
LONDON STOCK EXCHANGE (LSE), TRADED IN FOREIGN CURRENCIES	REGNO UNITO	
LONDON STOCK EXCHANGE SETS	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X DKK	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X EUR	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X GBP	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X JPY	REGNO UNITO	

Oggetto /Codifica	Approvazione	
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20	Pag.
	17	

Descrizione mercato	Nazione	
LONDON VIRT-X NOK	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X SEK	REGNO UNITO	
LONDON VIRT-X USD	REGNO UNITO	
SOUTH AFRICA JSE SECURITIES EXCHANGE	REPUBBLICA SUDAFRICANA	
BUCHAREST STOCK EXCHANGE	ROMANIA	
RUSSIA	RUSSIA (FEDERAZIONE DI)	
SINGAPORE EX. DERIVATIVES ELECTRONIC TRADING	SINGAPORE	
SINGAPORE EXCHANGE (WAS SIMEX)	SINGAPORE	
SINGAPORE EXCHANGE DERIVATIVES TRADING / COMPOSITE TRADING	SINGAPORE	
SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES TRADING LTD.	SINGAPORE	
SINGAPORE FOREIGN	SINGAPORE	
SINGAPORE-SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES BUY IN MARKET	SINGAPORE	
SINGAPORE-SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES UNIT SHARE MARKET	SINGAPORE	
BRATISLAVA - BÖRSE BRATISLAVA	SLOVACCHIA, REPUBBLICA	
LJUBLJANA STOCK EXCHANGE	SLOVENIA	
BARCELONA - BOLSA DE BARCELONA	SPAGNA	
MADRID - BOLSA DE MADRID	SPAGNA	
SPAIN - MERCADO CONTINUO ESPAÑA	SPAGNA	
SPAIN - MERCADO ESPAÑOL FINANCIERO DE FUTUROS RENTA VARIABLE	SPAGNA	
SPAIN - MERCADO ESPAÑOL FINANCIERO DE FUTUROS RENTA FIJA	SPAGNA	
SPAIN L'AI AF	SPAGNA	
SPAIN MTS	SPAGNA	
COLOMBO STOCK EXCHANGE	SRI LANKA	
CHICAGO BOARD OF TRADE	STATI UNITI	
CHICAGO BOARD OF TRADE, CBOT-EUREX	STATI UNITI	
CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE	STATI UNITI	
CHICAGO MERCANTILE EXCH. GLOBEX	STATI UNITI	
CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE	STATI UNITI	
CHICAGO STOCK EXCHANGE	STATI UNITI	
CITIGROUP	STATI UNITI	
LOS ANGELES / SAN FRANCISCO PACIFIC STOCK EXCHANGE, OPTIONS	STATI UNITI	
NASDAQ GS	STATI UNITI	
NEW YORK AMERICAN S.E. (AMEX), BONDS	STATI UNITI	
NEW YORK AMERICAN STOCK EXCHANGE (AMEX)	STATI UNITI	
NEW YORK NASDAQ (NMS NATIONAL MARKET SYSTEM ASS.)	STATI UNITI	

Descrizione mercato	Nazione	
<i>NEW YORK NASDAQ OTCBB (OVER THE COUNTER BULLETIN BOARD)</i>	STATI UNITI	
<i>NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE)</i>	STATI UNITI	
<i>NEW YORK STOCK EXCHANGE, BONDS</i>	STATI UNITI	
<i>PHILADELPHIA STOCK EXCH., CURRENCY OPTIONS PHIL. CURR.</i>	STATI UNITI	
<i>PHILADELPHIA STOCK EXCH., OPTIONS</i>	STATI UNITI	
<i>PHILADELPHIA STOCK EXCHANGE</i>	STATI UNITI	
<i>STOCKHOLM - STOCKHOLMBÖRSEN</i>	SVEZIA	
<i>SWITZERLAND ELEKTRONISCHE BÖRSE SCHWEIZ</i>	SVIZZERA	
<i>ZURICH EUREX</i>	SVIZZERA	
<i>TAIPEH - TAIWAN STOCK EXCHANGE</i>	TAIWAN	
<i>BANGKOK - STOCK EXCHANGE OF THAILAND</i>	THAILANDIA	
<i>BUDAPEST - BÖRSE BUDAPEST</i>	UNGHERIA	
<i>CARACAS - BOLSA DE VALORES DE CARACAS</i>	VENEZUELA	

APPENDICE 2

(si riporta in inglese essendo la stessa per i titoli non quotati dei fondi di diritto lussemburghese)

1. Valuation methodology for Illiquid Equity Investments

Valuation techniques available:

Valuation technique	Approach
Price of recent investment	Market Approach
Multiples of: - Recent comparable transactions - Comparable listed companies	Market Approach
Net assets	Cost Approach
Discounted cash flows or earnings (of Underlying Business)	Income Approach
Discounted cash flows (from an Investment)	Income Approach
Industry valuation benchmarks	Market Approach

Selection of valuation methodology

The Risk Manager ("RM"), when selecting the appropriate valuation technique, should consider the following elements.

Methodology	Typical situations ⁶	Conditions for application
Price of recent investment	Appropriate: In case of investment recently on-boarded by the fund In case of recent transaction on the capital of the portfolio company and / or recent financing round	Respect of arm's length conditions Evaluation of "recent" character No material changes in market conditions since transaction No material change in nature and financial conditions of investment since transaction
Multiples of: Recent comparable transactions Comparable listed companies	Recommended methodology (when there is no possibility to apply the price of recent investment method) Appropriate for investments with normalized level of metrics used for valuation purposes	Existence of comparable transactions and / or comparable listed companies Availability and quality of market data Use of portfolio company's metrics normalized for exceptional items Positive metrics of investment being valued
Net assets	Recommended when company is distressed which limit the use of other techniques (e.g. negative EBITDA)	Sufficient details on assets and liabilities to derive a fair value

⁶ Typical situations listed in this table aim at providing general guidance in the selection of valuation methodologies and are not exhaustive. Furthermore other particular circumstances not foreseen in this table might trigger the need to use a different method than the one recommended in the above table (subject to proper documentation).

	Can be seen as a liquidation approach	
Discounted cash flows	Appropriate: In general, used as corroborative method in conjunction with market based approach In case of early stage investment or in turnaround position with positive outlook in terms of cash flows but with negative current and short term metrics which renders impossible the use of market based approach In case of highly specific investment for which there is reasonably no comparable companies / transactions or market data available In case of investment with growth expected in near future with strong rationale over cash flows expectations FCFF should be favoured over FCFE when capital structure evolves	Expected positive cash flows Sufficient visibility, reasonableness and rationale supporting future cash flows Availability and quality of investment's financial information and forecasts data Independence of the valuation function of BMI in the review and determination of assumptions retained to derive the portfolio company forecasted cash flows
Industry valuation benchmark	Appropriate: In general only used to corroborate the result from other valuation techniques In case of highly specific investment for which there is reasonably no comparable companies / transactions In case there is no business plan prepared for investment	Availability and quality of market benchmark Positive metrics of investment being valued

Assessment of the Fair value:

a) Price of recent investment

Description

In applying the price of recent Investment valuation technique, the valuer uses the initial cost of the Investment itself, excluding transaction costs, or, where there has been subsequent investment, the price at which a significant amount of new Investment into the company was made, to estimate the Fair value, but only if deemed to represent Fair value and only for a limited period following the date of the relevant transaction. During the limited period following the date of the relevant transaction, the valuer should in any case assess at each measurement date whether changes or events subsequent to the relevant transaction would imply a change in the investment's fair value

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 21
	Pag.

Application

In applying this valuation methodology, the following conditions should be taken into account:

- The transaction must be recent. The IPEV guidelines do not specify any reference period to be considered for the application of the price of recent investment. Accordingly the RC and the CO in charge of valuation use their professional judgment, due skill and care to determine if the price of recent investment method might be applied. In particular it considers the following points:
 - Time elapsed since the acquisition of the investment
 - Change in the market conditions since the acquisition of the investment
 - Change in the nature, financial conditions and other circumstances of the investment
- The transaction must have been done at arm's length
- In case of recent transaction by third parties on the capital of the investment, the CO in charge of valuation reviews the background of the transaction to assess if it is representative of the fair value. As such, it considers the following aspects:
 - The stake acquired by third parties
 - The rights attached to the securities subscribed
 - The potential dilution of existing investors arising from the transaction
 - Potential specific considerations of the third parties (e.g. strategic transaction)
 - Context of the transaction (e.g. forced sale)

b) Multiples of recent comparable transactions / comparable listed companies

Description

Apply a multiple that is an appropriate and reasonable indicator of value given i.e. the size, risk profile, earnings growth prospects of the underlying company etc. to the maintainable metrics of the company.

Application

The valuation methodology is based on the following formula:

***Enterprise value or Equity value = company metric ×
multiple of selected metric from comparable listed companies/transactions***

The method consists in assessing the value of a company based on a selected metric of the company whose value is multiplied by the comparable companies' valuation multiple of this metric.

The method results in equity or enterprise value depending on the metric which is selected (e.g. EBITDA multiples result in enterprise value while net earnings multiples result in equity value).

The RM determines the peer group of comparable companies based on several criteria which include but not limited to: nature of activities, markets served, size and geography.

Several specific considerations applies when the multiples approach is used:

- The RM selects a multiple which is an appropriate and reasonable indicator of value of the company based on commonly observed valuation standards applied in the industry (e.g. sales, EBITDA, EBIT, net income multiples)

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 22 Pag.

- The metrics of the company being valued are normalized for any exceptional events so that they represent sustainable levels
- In case of selected metrics resulting in an enterprise value, the equity value is derived by subtracting the book value of the net financial debt position of the company as of the valuation date

Regarding comparable companies or transactions selection:

- The data should always be obtained from the sources described in the section "Valuation sources"
- The criteria used to define the companies to be considered as comparable should be defined during first valuation exercise and maintained during the following valuation exercises
- The range of multiples of comparable companies are adjusted to exclude potential outliers based on the exercise of due care and professional judgment
- Selected multiple is eventually adjusted for differences between peers and portfolio company to be valued (e.g. risk, growth profile, etc.)

On top of the equity value derived from the application of the above methodology, the RM considers the application of potential discounts and premiums, aligned with best market practices:

- In case of a valuation based on multiples from comparable listed companies, an illiquidity discount might be applied on the equity value of the company being valued to account for the lack of liquidity of private companies vs. listed ones. In addition, if the AIF has a controlling stake in the company being valued, a control premium might be added on top of the equity value of the company derived from the application of multiples as this notion is not factored in trading multiples
- In case of valuations based on multiples from recent transactions on comparable companies, a control premium or discount might be applied, as the case may be, to align the controlling stake of the comparable company acquired with the controlling stake of the Fund's company being valued (e.g. if the AIF has as a minority stake in a company which is valued via a comparable transaction implying a control acquisition, a minority discount should be applied). In case recent transactions relate to listed companies, an illiquidity discount should be applied as described above

c) Net Assets

Derive a Fair value for the company using the perspective of a market participant that would value each of the company's assets and liabilities separately and propose a value for this company based on the aggregate of these values

d) Discounted cash flows or Earnings (of Underlying Business) ("Free cash flow to the firm" or "FCFF") / Discounted cash flows (from an investment) ("Free cash flow to equity" or "FCFE")

Description

Derive the Fair value of the company, using reasonable assumptions and estimations of expected future cash flows (or expected future earnings) and the terminal value, and discounting to the present by applying the appropriate risk-adjusted rate that captures the risk inherent in the projections

Application

This valuation methodology consists in summing the forecasted free cash flows to the firm or equity respectively that are discounted at the appropriate i) weighted average cost of capital (i.e. discount rate or "WACC") or ii) cost of equity ("COE"). These discounted cash flows result in i) the enterprise value of the company as they are attributable to the debt and equity holders or ii) in the equity value respectively.

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 23
	Pag.

The book value of the net financial debt position of the company, as of the valuation date, is subtracted from this enterprise value to derive the equity value which is the value attributable to the equity holders.

This valuation methodology is applied as follows:

FCFF:

$$Enterprise\ value = \sum_{i=1}^N \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{Terminal\ value}{(1+WACC)^i}$$

$$Equity\ value = Enterprise\ value - net\ financial\ debt$$

FCFE:

$$Equity\ value = \sum_{i=1}^N \frac{FCFE_i}{(1+COE)^i} + \frac{Terminal\ value}{(1+COE)^i}$$

Guidelines for the determination of the different parameters outlined above is provided in the table below:

Parameter	Definition
1) Free cash flows to the firm or equity	These are the free cash flows available for equity and financial debt holders of the investment. They are defined as follows: Earnings before interests and taxes ("EBIT") - Taxes on EBIT (assessed through statutory tax rate) = Net operating profit after taxes ("NOPAT") + Depreciation & amortization ("D&A") - Δ working capital - Capital expenditures ("CAPEX") = Free cash flows to the firm ("FCFF") - Debt interests and repayments ("Debt") = Free cash flows to equity ("FCFE") FCFF and FCFE are determined on a discrete period (N years) which is aligned with the period retained in the business plan produced by the management of the investment.
2) Discount rate: Weighted average cost of capital	The discount rate represents the rate of return required by the equity and financial debt holders to invest in the company valued. According to common valuation practice, it is determined as follows: $WACC = \frac{E}{E+D} \times Ke + \frac{D}{E+D} \times Kd \times (1-T)$ 1 This represents the target proportion of equity and debt out of the total capital of the company (equity and debt) (financial gearing). As the fair value is based on the perspective of the market participants and market conditions, the financial gearing is supposed to reflect the capital structure of the industry observed on the market. Therefore this gearing

	is generally based on the median / average gearing of comparable listed companies 2 K_e represents the cost of equity required by equity holders. According to usual market practice, it is based on the Capital Asset Pricing Model ("CAPM") and is defined as follows: $COE = K_e = R_f + \beta \times ERP + SFP + CRP + CSRP$ Where, R_f is the risk free rate, β measures the sensitivity of the investments returns to the market returns (i.e. the systematic risk of the investments), $ERP = (E(R_m) - R_f)$ is the market risk premium, CRP is the country risk premium applied on top of the risk free rate, SFP is the small firm premium applied on top of the risk free rate, CSRP is a specific risk premium that might be added in the light of the facts and circumstances of the investment. The calibration process described later in this policy will allow for instance to determine such specific risk premium 3 $(1-T) \times K_d$ is the after tax cost of debt. This represents the marginal cost of debt should new financial debt be levied by the company at the valuation date. The fair value is based on the perspective of the market participants and market conditions. Therefore, the "market based" cost of debt is derived from the median / average cost of debt of comparable listed companies. This cost of debt is taken net of taxes based on the statutory tax rate for the company being valued.
3) Terminal value	Terminal value represents the residual cash flows at the end of the discrete period. Terminal value is determined on a case by case basis by means of the following methods: The terminal value is determined based on a marked to market multiple of the metric relevant to the investment (e.g. exit EV/EBITDA multiple $\times$ EBITDA_N). Terminal value should correspond to the enterprise value for FCFF and to equity value for FCFE The terminal value is defined as a perpetuity derived from a normative cash flow at the end of the discrete period which grows infinitely at a stable and constant growth rate. This terminal value is defined as follows: $FCFF: \text{Terminal value} = \frac{FCFF_N \times (1 + g)}{(WACC - g)}$ $FCFE: \text{Terminal value} = \frac{FCFE_N \times (1 + g)}{(COE - g)}$

	Where, g is the long term growth rate,
4) Net financial debt	This is the financial debt position as of the valuation date net of the excess cash position. It is assessed as the sum of the different items it covers book value.
5) Application of illiquidity discount and control discount	Once the equity value is derived based on the above process, it might be considered to apply potential discounts on this value to account for the lack of liquidity of private companies and potential lack of controls in case of minority investments. A liquidity discount is applied on the equity value to account for the lower liquidity of private smaller companies vs. listed companies. This discount is applied as the illiquidity is not taken into account in the forecasted cash flows nor the discount rate. A minority discount might be applied on the equity value in case of minority stake in the company being valued. This arises from the fact that valuation based on discounted cash flows assumes that one has the control over the company (i.e. over the business plan and cash flows). Therefore in case of minority stake, the equity value derived from cash flows is discounted to account for the lack of control.

2. Valuation methodology for bonds

Valuation models and method

The discounted cash flows method

The discounted cash flows ("DCF") method is a way of valuing a derivative using the concepts of the time value of money. All future cash flows are estimated and discounted to the valuation date to give their present values. The sum of all future cash flows, both incoming and outgoing, is the net present value ("NPV"), which is taken as the value or price of the cash flows in question.

The key concept in the DCF method is the discount factor, i.e. the present value of 1 currency unit at a future point in time. The present value of a future cash flow will be equal to the estimated cash flow multiplied by the discount factor. Discount factors can be inferred from the market prices of listed instruments such as interest rates futures, FRAs, swaps or bonds.

One can distinguish different types of discount factors applicable in different contexts:

- *Risk-free discount factors* applicable when no credit risk exists (typically for collateralized derivatives) and inferred from the overnight-indexed swaps ("OIS") market;
- *Libor discount factors* applicable to instruments of the swap family when no collateral agreements are in place (the credit risk of a bank in the Libor panel is assumed); they are inferred from the standard Libor swaps market; and

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 Pag. 26

- *Risky discount factors* applicable to cash flows due by an entity subject to a certain credit risk and inferred from liquid instruments linked to this entity. The risky discount factor is obtained as the present value of 1 currency unit when interest rate equals the entity's credit spread. Depending on the availability of market information, the following methods are used in decreasing order of priority to estimate this credit spread:
 1. The CDS spread/Asset Swap spread of the bond's issuer for the corresponding seniority level;
 2. The z-spread of the bond's issuer, as implied from a quoted bond of the same issuer with the same seniority;
 3. The CDS spread/Asset Swap spread of a comparable issuer (e.g. similar geographical/sectorial area) for the corresponding seniority level;
 4. The z-spread of a comparable issuer (e.g. similar geographical/sectorial area), as implied from a quoted bond of this comparable issuer with the same seniority;
 5. The credit spread computed using a structural model of credit (e.g. the Briys-de Varenne model) on the basis of the balance sheet of the issuer; or
 6. A credit spread obtained from an external provider with due expertise and documentation in credit risk estimation.

In addition, whenever a bond is distressed following a credit event, and if none of the above methods is applicable (e.g. in absence of usable market information), a liquidation approach based on the assets of the entity may be applied in order to estimate the potential recovery of the investor on the instrument.

The Hull-White model

The Hull-White model describes the evolution of interest rates. In its simple form, it is a type of one-factor short rate model as it describes interest rate movements as driven by only one source of market risk. The Hull-White model assumes a mean-reverting diffusion of interest rates and a time-dependent volatility of interest rates. It enables negative interest rates, as often observed nowadays in the markets, and allows to calibrate the whole term structure of interest rates as reflected in the market.

The 2-factors Hull-White model contains an additional disturbance factor that mean-reverts to 0. It enables to capture further dynamic features of the forward rates.

The Monte Carlo method

Monte Carlo methods (or "Monte Carlo simulations") are a class of computational algorithms that rely on repeated random sampling to compute their results.

When used in the context of derivatives valuation, a large number of paths of the underlying price are simulated (according to the chosen diffusion model), in order to accurately simulate the statistical distribution of this price at future points in time. The derivative's value is obtained by computing the derivative's payoff on each path and taking the average across all paths.

Application to bonds valuation

Valuation of fixed or floating rate bonds

Bonds are valued using the DCF method, as the sum of the present values of each of their (fixed or floating) coupons and of the final notional repayment.

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 27 Pag.

Two types of yield curves may be used in the valuation: a discounting curve and a forward curve (used only for floating-rate bonds). Each of these curves is built upon deposit and par swap rates as provided by our market data providers.

For floating-rate bonds, the forward curve used to estimate future levels of the interest rate index is built upon Libor swaps in the relevant currency with the frequency of the floating leg corresponding to the tenor of the forward rates to compute.

A risky discounting curve is considered to compute discount factors at future maturities and account for the credit risk of the bond's issuer. It is built upon Overnight Interest Swaps in the relevant currency and shifted by the credit spread of this issuer.

Valuation of structured interest rate notes

According to the characteristics of the note (e.g. CMS or CMS spread floater), different methodological choices can be made. In particular, a choice is made on (i) the diffusion model (Hull-White 1-factor or 2-factors, Libor market model) and on (ii) the numerical method used to compute the price of the note according to the chosen diffusion model (e.g. the Monte Carlo method).

All market data used in this valuation process (essentially interest rates discount curves and swaptions volatilities) are retrieved from market data providers.

Finally, the credit risk of the structured note is incorporated into the valuation by discounting every future cash flow using the issuer credit spread.

3. Valuation methodology for fund interests

Fair value of the fund interests is obtained by computing the proportion of NAV of underlying fund attributable to the AIF, except in the following situations:

- i. If the AIF interest is actively traded, fair value would be the actively traded price;
- ii. If secondary market transactions are observable on underlying fund equity and deemed reasonable, fair value would be the observed secondary market transaction prices;
- iii. If management has made the decision to sell an AIF interest or portion thereof and the interest will be sold for an amount other than NAV, fair value would be the expected sale price;
- iv. If fair value for the underlying investments is calculated at a different date than the valuation date of the AIF, the NAV should be adjusted to reflect any material change in value resulting from capital call, distributions, etc.
- v. If underlying fund NAV is prepared on a non-fair value basis (e.g. cost) and none of the above situations occurred, fair value would be the share of the NAV as reported.

In case valuer considers one of the situation listed above is applicable for the valuation process, the methodology applied should be properly documented and disclosed to the RM.

4. Valuation methodology for Insurance policies

Insurance policies covered by the methodology are guaranteed rate life insurance contract with profit sharing held by a legal person. Fair value of the insurance is calculated by following these steps:

- i. Calculate the future value of the versed premiums until maturity of the contract taking as interest rate: the minimum guaranteed interest rate fixed at contract inception.

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 28 Pag.

- ii. Discount the forecasted value with a risk free interest rate plus a credit spread that accounts for the counterparty default risk of the insurer; i.e. it depends on the risk rating of the insurer.

$$\forall s < t, FV_t = \frac{MP_s \cdot (1 + r)^{n-s}}{(1 + i_{n-t})^{n-t}}$$

t = time at valuation date

FV_t = Fair value at time t

MP_s = Mathematical provision at time s (value from the latest benefit statement)

n = maturity of the contract at inception

r = the minimum annual guaranteed interest rate fixed at contract inception

i_k = the annual discount rate for a corporate bond with a maturity of k.

i_k is taken from a term structure of a corporate bond benchmark depending on the maturity (k) and the credit rating of the insurance undertaking that issued the policy.

NB: This methodology is only valid for legal persons and it may vary depending on the contract specifications. (We are assuming no surrenders and no mortality takes place due to the nature of the contracts.).

5. Calibration of models

When the model are first set up, a calibration exercise should be performed. The outcome should be considered for the following valuation exercises.

The calibration process consists in comparing the acquisition price of the investment with the valuation resulting from the application of valuation methodologies based on market data as of the date of acquisition. This process enables to identify potential adjustments in order to i) reflect the company specificities (e.g. specific risk, control premium) and to ii) align valuation model output to market reality (i.e. transaction price).

6. Valuation input and sources of information

This section details the sources to be use in the valuation exercise. Two main types of sources should be considered as input:

- Investment specific data:

To be provided by the management of the underlying investments and may include among others:

- o Business plan
- o Book of assumptions with reference to sources of information
- o Contractual information
- o Audited historical financials
- o Draft financials as at the valuation date
- o Management accounts
- o Transaction documents or any other document related to recent acquisition, investment or divesture

- Market data (publicly available):

The following sources (non-exhaustive) could be used for the valuation exercise:

- o Capital IQ
- o Thomson/Reuters

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 29 Pag.

- o Bloomberg
- o Factiva
- o Mergermarket
- o Financial literature (e.g. Damodaran, Ibbotson, etc.)

Oggetto /Codifica	Approvazione
Pricing policy del fondo QIGF – A.15.03	CdA del 28.9.20 30 Pag.