

STRATEGIA DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI

Strategia di esecuzione degli ordini

Banca di Credito Cooperativo di Sala di Cesenatico Società Cooperativa

INDICE

PREMESSA	3
1. RELAZIONI CON ALTRE NORME E DOCUMENTI.....	5
2. PRINCIPI GUIDA PER L'ESECUZIONE E LA TRASMISSIONE DEGLI ORDINI.....	7
3. FATTORI DI ESECUZIONE E TRADING VENUES.....	9
3.1. FATTORI RILEVANTI PER LA <i>BEST EXECUTION</i>	9
3.2. TRADING VENUES.....	10
4. STRATEGIA DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI.....	12
4.1. RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI	12
- AZIONI QUOTATE SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI.....	15
- AZIONI QUOTATE SUI MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI	16
- OBBLIGAZIONI, EURO-OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI	17
- OBBLIGAZIONI, EURO-OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO QUOTATI SUL MERCATO HI-MTFi.....	178
- OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI	19
- DERIVATI QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI (<i>COVERED WARRANTS, CERTIFICATES, ETCC</i>)	20
- DERIVATI QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI (<i>COVERED WARRANTS, CERTIFICATES, ETCC</i>)	20
- <i>ETF, DIRITTI, WARRANT, OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI</i> QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI.....	22
- <i>ETF</i> QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI	23
- <i>QUOTE DI OICR</i>	23
4.2. NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO	25
- <i>OBBLIGAZIONI, EURO-OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI LIQUIDI</i>	26
- <i>OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O QUOTATE SU MERCATI COMUNITARI ILLIQUIDI</i>	27
- <i>DERIVATI NON QUOTATI</i>	29
- <i>PRONTI CONTRO TERMINE NON NEGOZIATI SU MERCATI REGOLAMENTATI</i>	31
TRASPARENZA POST NEGOZIAZIONE.....	32
MONITORAGGIO DELLA STRATEGIA	33
4.3. MODALITÀ OPERATIVA DI ESECUZIONE DELLE DISPOSIZIONI	33
4.4. MONITORAGGIO DELL'ESECUZIONE ALLE MIGLIORI CONDIZIONI	33
4.5. REVISIONE DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE.....	34
ALLEGATI	36

PREMESSA

La “*Markets in Financial Instruments Directive*” (MiFID) è la Direttiva approvata dal Parlamento europeo nel 2004 che, dal 1° novembre 2007, introdurrà nei mercati dell’Unione Europea le nuove regole per la negoziazione di strumenti finanziari.

Tale Direttiva ha preso spunto dai limiti insiti nelle normative preesistenti (basate sulla Direttiva n. 93/22/CE, Investment Services Directive – ISD) e si è resa necessaria al fine di introdurre un sistema di regole in grado di sostenere le innovazioni e l’evoluzione dei mercati senza ostacolare il perseguimento degli obiettivi di tutela dell’investitore, dell’integrità del mercato e di promozione di mercati trasparenti ed efficienti.

In particolare, la MiFID definisce un quadro organico di regole finalizzato a garantire la protezione degli investitori, rafforzare l’integrità e la trasparenza dei mercati, disciplinare l’esecuzione organizzata delle transazioni da parte delle Borse, degli altri sistemi di negoziazione e delle imprese di investimento e stimolare la concorrenza tra le Borse tradizionali e gli altri sistemi di negoziazione.

La Direttiva prevede, tra le principali novità, l’abolizione della facoltà per gli Stati membri di imporre agli intermediari l’obbligo di negoziare sui mercati regolamentati (“concentrazione degli scambi”). Gli ordini di acquisto e vendita potranno, pertanto, essere eseguiti non solo sui mercati regolamentati, ma anche attraverso i sistemi multilaterali di negoziazione (multilateral trading facilities – MTF) e direttamente dagli intermediari in contropartita diretta con la clientela.

Con l’abolizione della centralità dei mercati regolamentati le diverse piattaforme di contrattazione sono destinate ad operare in concorrenza tra di loro; si creerà quindi un terreno competitivo più ampio e più favorevole per gli investitori, destinato ad incrementare l’efficienza degli scambi e a ridurre i costi di negoziazione.

Lo scenario sopra descritto comporta nuovi obblighi per la Banca; in particolare, il primo nuovo compito sarà quello di saper valutare e confrontare dinamicamente tra loro le diverse sedi di esecuzione (*trading venues*) per poter indirizzare gli ordini dei clienti laddove sia assicurato il raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente (c.d. principio di *best execution*).

Al fine di rispettare tale principio, gli intermediari dovranno definire ed attuare una strategia di esecuzione degli ordini dei clienti, la quale deve, tra l’altro, specificare per ciascuna categoria di strumenti, le informazioni riguardanti le sedi di esecuzione che permettono di ottenere, in modo duraturo, il miglior risultato possibile e i fattori che influenzano tale scelta.

La disciplina della *best execution* si riferisce non solo ai servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti e negoziazione per conto proprio, ma anche, fatte le debite distinzioni, al servizio di ricezione e trasmissione ordini. Questo ultimo servizio, inoltre, è associato quello relativo alla “gestione portafogli”. Nel presente documento, pertanto, tutta la disciplina prevista per l’attività di ricezione e trasmissione ordini si considera valida anche per il servizio gestione portafogli.

In linea con tali disposizioni, il presente documento descrive, riguardo a ciascuna tipologia di servizi prestati e di strumento finanziario, i criteri ispiratori, le modalità di esecuzione e/o trasmissione delle disposizioni impartite dalla clientela in relazione ai servizi ed alle attività di investimento svolte dalla Banca di Credito Cooperativo di Sala di Cesenatico (di seguito la Banca). In particolare, sarà di seguito rappresentata:

-
- la Strategia di Esecuzione (*Execution Policy*) che la Banca si impegna ad adottare nell'esecuzione degli ordini dei clienti, al fine di garantire il rispetto dell'obbligo di *best execution*;
 - la Strategia di Trasmissione (*Transmission Policy*) che la Banca si impegna a rispettare quando presta il servizio di "Ricezione e Trasmissione Ordini";
 - le Modalità di monitoraggio e revisione della propria Strategia di esecuzione degli ordini;

1. RELAZIONI CON ALTRE NORME E DOCUMENTI

Le linee guida contenute nella presente *Policy* integrano le regole di comportamento che il personale è tenuto ad osservare in virtù delle normative (di legge e di regolamento) vigenti, dei contratti di lavoro e delle procedure interne.

Le presenti indicazioni in oggetto unitamente a quelle contenute nella *Policy* sui Conflitti d'interesse, nella *Policy* di Classificazione della Clientela e nella *Policy* sugli Incentivi, definiscono i principi e gli indirizzi operativi cui informare la prestazione dei servizi d'investimento.

In particolare:

- la *Policy* sui Conflitti d'interesse definisce il complesso delle misure organizzative adottate per individuare, contenere e gestire i conflitti d'interesse tra la Banca e gli investitori. In quanto tali, i principi contenuti in tale documento devono ispirare ogni comportamento operativo nell'erogazione dei servizi di investimento;
- la *Policy* di Classificazione della Clientela definisce le regole in base alle quali la Banca acquisisce una conoscenza mirata delle caratteristiche dei clienti, al fine di inquadrare gli stessi nella categoria, individuata sulla base della natura e delle caratteristiche del cliente e secondo le opzioni legislative concesse. Tali regole permettono di garantire il livello di tutela adeguato alla classificazione operata;
- la *Policy* sugli Incentivi fissa i principi in base ai quali esaminare le eventuali competenze ricevute o pagate (compresi i criteri di calcolo e le modalità di pagamento), le circostanze a fronte delle quali sono corrisposte, e la correlazione rispetto a servizi di investimento e/o accessori prestati alla clientela al fine di garantire il rispetto dell'obbligo di non percepire/pagare da/a terzi incentivi considerati illegittimi.

Le linee guida definite nelle suddette *Policy* devono:

- considerarsi prevalenti nel caso in cui anche una sola delle indicazioni ivi contenute dovesse entrare in conflitto con disposizioni previste nelle procedure o nei regolamenti interni;
- ritenersi comunque un riferimento per impostare una corretta condotta operativa nell'erogazione dei servizi d'investimento, anche in assenza di puntuali procedure interne e mansionari.

A fine di assicurare presso tutti gli interessati alla prestazione dei servizi di investimento una capillare diffusione e conoscenza dei principi e degli indirizzi adottati dalla Banca, i documenti in questione vengono recepiti ed ufficializzati nei modi d'uso in apposita Disposizione interna.

Le linee guida della presente norma devono altresì essere recepite in un documento di sintesi, contenente le informazioni principali sulla Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini (di seguito "Strategia di esecuzione") che la Banca adotta.

Tale documento di sintesi dovrà essere fornito in tempo utile al cliente, su supporto durevole e prima della prestazione dei servizi di investimento, affinché lo stesso possa effettuare delle valutazioni autonome sulla strategia, e quindi sull'intermediario, che meglio soddisfa le proprie esigenze. In particolare, il documento di sintesi sulla Strategia di esecuzione degli ordini dovrà essere consegnato al cliente, sotto forma di allegato, all'atto della

stipula/ rinnovo del contratto quadro che regola la prestazione dei servizi di investimento. La Banca è tenuta a raccogliere il consenso preliminare del cliente alla propria strategia di esecuzione.

Alla presente *policy* dovrà, inoltre, farsi riferimento in ogni relazione contrattuale, con società o persone chiamate ad intervenire nel complessivo processo di produzione dei servizi d'investimento.

La presente Policy, è altresì sottoposta periodicamente a revisione, apportandovi, ove necessario, le relative modifiche. Detto aggiornamento è necessario almeno una volta l'anno e ogni qualvolta si verificano circostanze rilevanti tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti.

2. PRINCIPI GUIDA PER L'ESECUZIONE E LA TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

Le disposizioni impartite dalla clientela o dai mercati vengono eseguite dalla Banca in modo rapido, onesto, equo e professionale al fine di garantire un'elevata qualità di esecuzione degli ordini stessi nonché l'integrità e l'efficienza dei mercati. La Banca predispone dispositivi idonei a garantire la continuità e la regolarità nella prestazione del servizio, utilizzando sistemi, risorse e procedure, appropriati e proporzionati.

La Banca ha preventivamente individuato per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati:

- ✓ i *broker* o le entità presso cui trasmettere gli ordini per l'esecuzione (Mercati Regolamentati, *Multilateral Trading Facilities* – MTF);
- ✓ le modalità di negoziazione in conto proprio, che le consentono di ottenere in maniera duratura il miglior risultato possibile nell'esecuzione degli ordini dei clienti.

La strategia di esecuzione illustra, quindi, le modalità con cui, di volta in volta, gli ordini relativi a ciascuno strumento finanziario vengono eseguiti sulle diverse sedi di esecuzione individuate, per il raggiungimento del miglior risultato possibile per la propria clientela, nel rispetto delle condizioni di mercato vigenti (*market momentum*) e dell'importanza assegnata ai fattori di esecuzione.

Si segnala, inoltre, che:

- ✓ la disciplina della *best execution* nel suo complesso si applica ai clienti al dettaglio e ai clienti professionali. Essa non si applica alle controparti qualificate, ad eccezione dei casi in cui richiedano un livello maggiore di protezione per sé stesse o per i propri clienti verso i quali effettuano il servizio di ricezione e trasmissione ordini;
- ✓ tale strategia prevede, per talune fattispecie di ordini, la possibilità che gli stessi vengano eseguiti al di fuori sia dei Mercati Regolamentati, sia degli MTF. La Banca si impegna ad eseguire tale tipologia di ordini solo dopo aver raccolto il consenso preliminare ed esplicito del cliente, in via generale prima della prestazione del servizio¹;
- ✓ ogniquale volta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, la Banca è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni. In tal caso la Banca è tenuta ad eseguire l'ordine secondo le specifiche istruzioni ricevute, anche in deroga alla propria Strategia di esecuzione.

Nell'ipotesi in cui il cliente formuli istruzioni specifiche tecnicamente impraticabili, si ritiene fatta salva la possibilità per la stessa di rifiutare l'esecuzione dell'ordine, in mancanza di indicazioni contrarie nella normativa comunitaria e nazionale.

La Banca si riserva la facoltà, nel caso di motivate ragioni tecniche, di derogare alla propria strategia di esecuzione anche in assenza di istruzioni specifiche del cliente. In tal caso, la convenienza a non rispettare la Strategia di esecuzione per ottenere un miglior risultato per il cliente (es. si inoltra l'ordine su una sede di esecuzione non presente nella propria strategia di esecuzione) potrebbe emergere se si considera il fisiologico ritardo esistente tra la tempistica con la quale evolvono le condizioni di mercato, e i

¹ È facoltà della Banca decidere di ottenere il consenso preliminare esplicito del cliente per le operazioni compiute fuori da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione, in via generale o in relazione alle singole operazioni.

tempi amministrativi interni necessari per realizzare l'aggiornamento delle *policy* e comunicare le nuove condizioni al cliente, oppure in caso di momentanei interruzione (*failure*) dei meccanismi di esecuzione che rendano impossibile eseguire l'ordine sulle sedi indicate nella strategia di esecuzione;

3. FATTORI DI ESECUZIONE E TRADING VENUES

Viene di seguito riportata una descrizione dei principali fattori di *best execution* selezionati dalla Banca, al fine di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente. Viene fornita, inoltre, una breve descrizione delle *trading venues* riconosciute dalla MiFID e inserite dalla Banca nella presente strategia di esecuzione.

3.1. Fattori rilevanti per la *best execution*

I fattori considerati rilevanti dalla normativa comunitaria per il raggiungimento del *best possible result* per il cliente (al dettaglio e professionale) sono:

- *Total Consideration*: è data dalla combinazione del prezzo dello strumento finanziario e di tutti i costi sopportati dal cliente e direttamente legati all'esecuzione dell'ordine, comprensivi delle commissioni di negoziazione applicate dall'intermediario, quali:
 - costi di accesso e/o connessi alle *Trading Venues*;
 - costi di *Clearing (compensazione)* e *Settlement (regolamento)*;
 - costi eventualmente pagati a soggetti terzi coinvolti nell'esecuzione;
 - oneri fiscali;
 - commissioni proprie dell'intermediario.

Tale fattore, ai sensi del RI, assume primaria importanza, in particolare per la **clientela al dettaglio** per la quale il miglior risultato possibile deve essere considerato in termini di corrispettivo totale.

La Banca può, tuttavia, assegnare maggiore importanza ad altri fattori di esecuzione qualora questi, ai fini dell'esecuzione di un determinato ordine, risultino prioritari ai fini del raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente;

- *Velocità di esecuzione*: assume particolare rilevanza in considerazione dell'opportunità per l'investitore di beneficiare di condizioni particolari esistenti sul mercato nel momento in cui lo stesso decide di realizzare un'operazione.

È un fattore strettamente legato alle modalità della negoziazione dell'ordine (su un Mercato Regolamentato o OTC), alla struttura e alle caratteristiche del mercato (*order driven, sul modello della Borsa Italiana, o quote driven, adottato dai contribuenti delle piattaforme Bloomberg o Reuters, regolamentato o non regolamentato, con quotazioni irrevocabili o su richiesta*) ed ai dispositivi utilizzati per connettersi al mercato.

Inoltre, sulla rapidità di esecuzione possono avere influenza altre variabili quali la liquidità associata allo strumento oggetto dell'operazione (es. per un derivato OTC personalizzato la rapidità dell'operazione può essere vantaggiosa anche se misurata in minuti o ore, lì dove con riferimento a un'azione quotata o liquida può misurarsi in frazioni di secondo);

-
- *Probabilità di esecuzione*: fattore strettamente legato alla struttura e alla profondità del mercato presso cui lo strumento è negoziato. È sicuramente un fattore qualificante per le negoziazioni OTC, in quanto dipende dalla disponibilità dell'intermediario ad eseguire l'operazione in conto proprio e/o ad avvalersi di altri intermediari che consentano che la negoziazione vada a buon fine;
 - *Probabilità di regolamento*: fattore che dipende sia dalla capacità degli intermediari di gestire in modo efficace, direttamente o indirettamente, il *settlement* degli strumenti negoziati, scegliendo opportunamente le modalità di regolamento associate all'ordine, sia dalla capacità del sistema di *settlement* utilizzato dalla *Trading Venues* di portare a "buon fine" le operazioni da regolare;
 - *Natura dell'ordine*, con riferimento a:
 - dimensione dell'ordine: potrebbe avere impatto su altri fattori quali il prezzo di esecuzione, la rapidità e la probabilità di esecuzione;
 - lo strumento oggetto dell'ordine ad esempio strumenti illiquidi e/o per i quali non esistano mercati alternativi di negoziazione, ovvero strumenti caratterizzati da un elevato grado di personalizzazione rispetto alle caratteristiche/esigenze della clientela. Questi ultimi richiedono un trattamento particolare ai fini del *best possible result*.

3.2. Trading Venues

Il RI definisce "Sede di esecuzione" (*Trading Venues*): i Mercati Regolamentati, i *Multilateral Trading Facilities* (MTF), gli Internalizzatori Sistemati, i *Market Makers* o altro negoziatore per conto proprio (*Liquidity Provider*), nonché una sede equivalente di un paese extracomunitario. In particolare, si definisce:

- *Mercato Regolamentato* - un sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente;
- *Multilateral Trading Facilities* (MTF) - un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti;
- *Internalizzatore Sistemato* - un intermediario che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di scambio;
- *Market Maker* - un intermediario che assume l'obbligo di esporre in via continuativa proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita di strumenti finanziari. La figura del *market maker* può assumere due vesti particolari:

-
- *Global specialist. Market maker* che assume l'obbligo di esporre in via continuativa proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita di strumenti finanziari di propria emissione e/o emessi da soggetti terzi;
 - *Specialist. Market maker* che assume l'obbligo di esporre in via continuativa proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita di strumenti finanziari di propria emissione (es. obbligazioni *branded*).
 - *Liquidity provider (negoziatore in conto proprio)* – un intermediario che si impegna ad esporre su propria iniziativa o su richiesta del cliente proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita di strumenti finanziari di propria emissione e/o emessi da soggetti terzi, senza tuttavia assumere la qualifica di *market maker*.

4. STRATEGIA DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI

Nella presente sezione è descritta la condotta della Banca in termini di modalità di esecuzione degli ordini rispetto agli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento prestati.

A riguardo, è stato dedicato un apposito paragrafo per ciascuna tipologia di servizio di investimento (“ricezione e trasmissione di ordini” e “negoziazione in conto proprio”) e per categorie di strumenti finanziari trattati (Azioni, Obbligazioni, Derivati, Pronti contro termine e ETF), a loro volta suddivise in ulteriori sotto-categorie generalmente corrispondenti al mercato di quotazione o di scambio dello strumento finanziario trattato (italiani, comunitari, non comunitari e OTC).

In particolare, per ciascun servizio di investimento sono specificati:

- l’elenco dei fattori di esecuzione (secondo l’ordine di importanza attribuito dalla Banca) che determinano la scelta della sede di esecuzione/del negoziatore in grado di consentire alla Banca di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente;
- l’elenco delle sedi di esecuzione/dei *broker* selezionati per ciascuno strumento finanziario;
- i criteri in base ai quali la Banca ha selezionato le sedi di esecuzione/i *broker* ovvero ha deciso di non avvalersi di sedi/negoziatori alternativi;
- i costi e le commissioni che verranno applicati nell’esecuzione degli ordini da parte dei broker.

I fattori di esecuzione di seguito indicati per ciascuno strumento finanziario si ritengono validi ed applicabili agli ordini inoltrati sia dai clienti al dettaglio che dai clienti professionali. Sebbene, infatti, la MiFID consenta un ordine dei fattori di esecuzione diverso per tipologia di clientela², si è ritenuto opportuno assegnare a tutti il trattamento riservato ai clienti al dettaglio, che rappresenta la tipologia a cui è attribuito il maggior livello di tutela.

4.1. Ricezione e trasmissione di ordini

La Banca svolge il ruolo di **intermediario trasmettitore** per gli ordini aventi ad oggetto gli strumenti finanziari di seguito elencati per i quali l’accesso alle sedi di esecuzione mediante *broker* terzi è in grado di garantire comunque il raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente. Tali ordini sono raccolti principalmente mediante le filiali, tramite il canale telefonico, oppure tramite piattaforma di *trading on line*:

- Azioni quotate su mercati regolamentati italiani;
- Azioni quotate su mercati regolamentati non nazionali;
- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato quotati sui mercati regolamentati italiani;
- Obbligazioni non quotate o quotate su mercati regolamentati non nazionali;
- Derivati quotati sui mercati regolamentati italiani (Covered Warrants, Certificates, etc);

² Al cliente al dettaglio si applica, infatti, sempre la “*total consideration*” quale fattore di esecuzione primario, salvo il caso in cui la precedenza di altri fattori, quali ad esempio la rapidità e/o probabilità di esecuzione, servano a fornire il miglior risultato possibile sempre in termini di corrispettivo totale (Considerando 67, D2 – *cf. infra*).

-
- ETF, diritti, warrant, obbligazioni convertibili quotati sui mercati regolamentati italiani;
 - ETF quotati sui mercati regolamentati non nazionali;
 - Quote di OICR.

Nel documento allegato, relativo alle strategie di esecuzione dei broker utilizzati dalla Banca, sono riportate le informazioni relative al regime commissionale e di costi che la Banca deve corrispondere al/agli intermediari negoziatore.

Criteri di selezione dei *broker*

Il venir meno della facoltà concessa agli Stati membri di imporre l'obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati delle negoziazioni su titoli ivi quotati, pone come conseguenza immediata e diretta la potenziale frammentazione degli scambi su più *trading venues*. Tale conseguenza se da un lato aumenta la possibilità di scelta delle sedi di esecuzione da parte dei portatori di interessi di negoziazione, dall'altro riduce la liquidità e l'efficienza del processo di *price discovery*.

Per tale ragione, si ritiene che la liquidità e il grado di efficienza raggiunto dai mercati regolamentati farà sì che il mercato regolamentato tradizionale continuerà, quantomeno nella fase immediatamente successiva all'entrata in vigore della MiFID, a rappresentare il principale punto di riferimento per le negoziazioni degli strumenti finanziari in esame. Sulla scorta di tali considerazioni, dunque, l'affermarsi di nuove sedi di esecuzione non sarà immediato, se non per l'offerta di servizi complementari a quelli delle borse esistenti, in quanto allo scadere dell'obbligo di concentrazione, non vi saranno mercati alternativi che consentiranno l'esecuzione degli ordini dei clienti alle condizioni migliori.

Anche con riferimento ai titoli negoziati su più piazze (c.d. "*multilisting*"), i mercati regolamentati di riferimento sono quelli sui quali ad oggi sono concentrati i maggiori volumi di scambio, che generalmente assicurano prezzi più competitivi nonché migliore rapidità e probabilità di esecuzione e regolamento.

La Banca, dunque, nella prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini ha selezionato gli intermediari negoziatori in base alla possibilità ed alle modalità per gli stessi di avere accesso, diretto o indiretto, a tali mercati.

Con ogni *broker* si è proceduto a definire accordi tali da garantire:

- la negoziazione degli ordini solo sui mercati regolamentati (esclusi i titoli quotati su mercati illiquidi);
- il rispetto della *best execution* nei confronti della Banca.

La Banca, infine, in situazioni di *contingency* ovvero quando i canali primari di esecuzione degli ordini non funzionano, potrebbe decidere di dirottare l'operatività su altri negoziatori che non ottemperano al meglio la propria *Transmission Policy* senza informare il cliente, al fine di evitare che il ritardo possa compromettere l'esecuzione dell'ordine. Tale operatività può essere attivata sfruttando le connessioni telematiche già in essere con eventuali altre controparti utilizzate per diverse tipologie di strumenti finanziari (se previste) ma che potrebbero accettare anche ordini di diverso tipo. Il raccogliitore può, infatti, in situazioni eccezionali, utilizzare un negoziatore non indicato nella propria *Transmission policy*, purchè tale operatività non sia costante e continuativa.

La Banca dovrà opportunamente selezionare i negozianti in grado di garantire il raggiungimento del miglior risultato possibile. Tali negozianti dovranno aver implementato dispositivi di esecuzione che permettano alla Banca l'adempimento in maniera duratura dei propri obblighi di best execution, secondo l'ordine di importanza dei fattori di esecuzione prescelti.

Non è esclusa la possibilità per la Banca di inserire un **unico negoziatore** nella propria Transmission policy. Tale soluzione peraltro, risulta essere maggiormente avvalorata nella situazione in cui sia possibile selezionare un "negoziatore di categoria" in grado di garantire condizioni più favorevoli e quindi prezzi migliori in modo duraturo alla clientela della Banca, in virtù dell'importanza dei flussi gestiti per conto delle diverse entità del Sistema del Credito Cooperativo.

In particolare, il negoziatore dovrebbe:

1. **consentire alla Banca di garantire ai propri clienti un'offerta continuativa delle migliori condizioni possibili.** Tale condizione è soddisfatta se il negoziatore prescelto si è dotato di procedure e sistemi estremamente flessibili, in grado di rispondere in maniera tempestiva all'evolversi delle condizioni di mercato, ed è in grado di modulare la propria offerta di servizi di investimento sulla base di una conoscenza maturata attraverso una relazione continuativa con la Banca;
2. **garantire costi competitivi.** In particolare, il negoziatore dovrebbe garantire l'accesso ai servizi di investimento prestati a condizioni commerciali trasparenti e particolarmente favorevoli, in virtù della suddetta importanza dei flussi gestiti per conto delle diverse entità del Gruppo;
3. **garantire l'integrazione dei sistemi,** ovvero la continuità dei supporti informatici adottati e la complementare flessibilità degli stessi;
4. **garantire adeguati servizi di settlement e clearing,** mediante una gestione integrata di tutte le fasi del processo di negoziazione;
5. esimersi dall'operare in concorrenza con la Banca nel medesimo bacino di utenza applicando. Con riferimento alla possibilità di selezionare **più negozianti** per medesima categoria di strumenti finanziari, la Banca dovrebbe ponderare opportunamente la scelta in termini di trade-off tra costi-benefici, al fine di valutarne la convenienza economica. In questo caso, infatti, la Banca dovrà dotarsi di una struttura organizzativa e di procedure informatiche (es. Smart Order Routing System) che siano in grado di individuare, in quel momento, il miglior negoziante. Tale possibilità, da un lato potrebbe fornire un importante "valore aggiunto", ponendo il soggetto raccogliitore in una condizione di **operatività attenta e responsabile** nei confronti dei propri clienti, dall'altro comporterebbe rilevanti investimenti in termini di implementazioni informatiche tali da rendere non più conveniente dal punto di vista economico tale soluzione.

Attualmente la Bcc lavora unicamente con Iccrea Banca Spa, quale controparte per l'esecuzione degli ordini impartiti dalla Clientela.

- **Azioni quotate sui mercati regolamentati italiani**

Gli ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto sono eseguiti sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. Per essi, la Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il *broker* di cui la Banca si avvale per la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini, ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 1

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di Esecuzione
- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)	Iccrea Banca Spa	Mercato telematico azionario (MTA e segmento STAR)
- Velocità di esecuzione		Mercato MTAX
- Probabilità di esecuzione		Mercati After hours: TAH e TAHX
- Probabilità di regolamento		Mercato Expandi
- Natura dell'ordine		
- Dimensione dell'ordine		

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da alti livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione del "corrispettivo totale".

E' stato selezionato il negoziatore che accede al mercato regolamentato di riferimento garantendo in modo durevole il raggiungimento del miglior risultato possibile, sia in termini di *total consideration*, sia di rapidità e probabilità di esecuzione e regolamento.

- **Azioni quotate sui mercati regolamentati non nazionali**

Gli ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto sono eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati. Per essi, la Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente o tramite altri broker a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il **broker** di cui la Banca si avvale ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 2

Fattori di Esecuzione	Broker	Mercato di esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Probabilità di esecuzione- Velocità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Dimensione dell'ordine- Natura dell'ordine	Iccrea Banca Spa	Si rinvia alla execution policy del Broker, allegata al presente documento.

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita, nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa comunitaria, attribuendo primaria importanza al "corrispettivo totale". Non si è ritenuto necessario effettuare distinzioni in funzione della categoria di clienti, ma sono possibili eccezioni all'applicazione della gerarchia indicata in funzione della natura dell'ordine (ad esempio, in caso di ordini di dimensioni elevate possono essere influenzate negativamente la rapidità e la probabilità di esecuzione dell'ordine, rendendo maggiormente critici tali fattori).

Sono stati selezionati i negozianti che accedono al mercato regolamentato di riferimento garantendo in modo durevole il raggiungimento del miglior risultato possibile, sia in termini di *total consideration*, sia di rapidità e probabilità di esecuzione e regolamento.

Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato Quotati sui Mercati Regolamentati Italiani

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono trasmessi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A o negoziati in conto proprio. La Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il *broker* di cui la Banca si avvale per la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini, ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 3

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Rapidità di esecuzione- Probabilità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine	Iccrea Banca Spa	MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni) incluso il segmento EUROMOT

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita, nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa comunitaria, attribuendo primaria importanza al "corrispettivo totale". Non si è ritenuto necessario effettuare distinzioni in funzione della categoria di clienti, ma sono possibili eccezioni all'applicazione della gerarchia indicata in funzione della natura dell'ordine (ad esempio, in caso di ordini di dimensioni elevate possono essere influenzate negativamente la rapidità e la probabilità di esecuzione dell'ordine, rendendo maggiormente critici tali fattori).

- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato Quotati sul mercato Hi-MTF

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono trasmessi mediante il sistema di interconnessione ed inviati nel mercato Hi-MTF ed, in via del tutto residuale tramite il canale telefonico.

Tali ordini vengono eseguiti esclusivamente sul sistema multilaterale di negoziazione gestito dalla società Hi-MTF Sim S.p.A., al quale il *broker* di cui la Banca si avvale è aderente diretto.

Le sedi di esecuzione (Execution Venues) su cui il *broker* opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 4

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Rapidità di esecuzione- Probabilità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine	Iccrea Banca Spa	Hi-MTF

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, art. 44,3 D2 (art. 45,5 RI), attribuendo primaria importanza al "corrispettivo totale". Non si è ritenuto necessario effettuare distinzioni in funzione della categoria di clienti, ma sono possibili eccezioni all'applicazione della gerarchia indicata in funzione della natura dell'ordine (ad esempio, in caso di ordini di dimensioni elevate possono essere influenzate negativamente la rapidità e la probabilità di esecuzione dell'ordine, rendendo maggiormente critici tali fattori).

- **Obbligazioni non quotate o quotate su mercati regolamentati non nazionali**

Le disposizioni acquisite dalla clientela sono eseguite in conto proprio o tramite l'invio dell'ordine ai *broker*, i quali valutano l'opportunità di effettuare l'operazione in contropartita diretta, o di avvalersi di loro *broker* per coprire la posizione eventualmente assunta.

Il *broker* di cui la Banca si avvale ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 4

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Probabilità di esecuzione e regolamento- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Velocità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine	Iccrea Banca Spa	Broker in conto proprio

Si sottolinea che per questi strumenti, la liquidità dell'eventuale mercato regolamentato di riferimento è limitata o assente e che tale liquidità è assicurata normalmente da intermediari che operano (in base a specifici accordi bilaterali) per quantitativi mediamente superiori ai tagli richiesti dalla clientela. Pertanto la Banca soddisfa le richieste dei clienti avvalendosi di fatto del broker (che esegue in conto proprio) o delle sole controparti con cui ha stipulato accordi. Con questa modalità, la Banca può garantire al cliente la certezza e la rapidità di esecuzione. La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, in deroga [si veda il considerando 67 della direttiva di livello 2] al principio che prevede di attribuire per la clientela *retail* primaria importanza alla *total consideration*. In particolare è fatta salva la possibilità di assegnare maggiore importanza ad altri fattori di esecuzione rispetto alla somma di prezzo e costi, laddove questa maggior importanza attribuita sia necessaria per fornire il miglior risultato possibile per il cliente.

- **Derivati quotati sui mercati regolamentati italiani (Covered Warrants, Certificates, ettc.)**

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame sono trasmessi esclusivamente sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. A tal proposito, la Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il **broker** di cui la Banca si avvale ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 5

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di esecuzione
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Velocità di esecuzione - Probabilità di esecuzione - Probabilità di regolamento - Natura dell'ordine - Dimensione dell'ordine 	Iccrea Banca Spa	Mercato telematico dei Securitised Derivatives (SeDex)

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da alti livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione del "corrispettivo totale".

- **Derivati quotati sui mercati regolamentati non nazionali (Covered Warrants, Certificates, etc.)**

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame sono trasmessi esclusivamente sui mercati regolamentati. A tal proposito, la Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente o indirettamente (tramite altri broker) a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il **broker** di cui la Banca si avvale ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 6

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di esecuzione
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Velocità di esecuzione - Probabilità di esecuzione - Probabilità di regolamento - Natura dell'ordine - Dimensione dell'ordine 	Iccrea Banca Spa	Si rinvia alla execution policy del Broker, allegata al presente documento

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da alti livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione del "corrispettivo totale".

- ETF, Diritti, Warrant, Obbligazioni Convertibili quotati sui mercati regolamentati italiani

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame sono trasmessi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. La Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il *broker* di cui la Banca si avvale ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 7

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario +Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Velocità di esecuzione- Probabilità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine	Iccrea Banca Spa	<p>Mercato telematico azionario (MTA)</p> <ul style="list-style-type: none">- MTF (segmento dell' MTA)- ETF PLUS

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da alti livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione del "corrispettivo totale".

- **ETF quotati sui mercati regolamentati non nazionali**

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame sono trasmessi sui mercati regolamentati. La Banca si avvale di *broker* in grado di accedere direttamente o tramite altri brokers a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il **broker** di cui la Banca si avvale ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 8

Fattori di Esecuzione	Broker	Sedi di esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Probabilità di esecuzione- Velocità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Dimensione dell'ordine- Natura dell'ordine	Iccrea Banca Spa	Si rinvia alla execution policy del Broker, allegata al presente documento.

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da alti livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione del "corrispettivo totale".

- **Quote di OICR**

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono trattati dall'Istituto, ai sensi da quanto previsto all'art.19 comma 1 Dir.2004/39/CE, in modo onesto equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti. Sono state pertanto poste in essere adeguate misure per eseguire i predetti ordini nei confronti degli Emittenti o SGR in maniera tempestiva, completa, conforme alle istruzioni impartite dalla clientela.

4.2. Negoziazione in conto proprio

L'obbligo di garantire alla clientela l'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni si applica con riferimento a tutti i tipi di strumenti finanziari, siano essi quotati o meno su mercati regolamentati e siano essi negoziati su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o al di fuori di essi (*OTC*). Tale obbligo si applica inoltre sia alla clientela *retail* e sia alla clientela professionale. La Banca, pertanto, anche per il servizio di negoziazione per conto proprio si impegna a garantire al cliente il raggiungimento del miglior risultato possibile.

Per "negoziazione per conto proprio" si intende "l'attività di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*".

La Banca provvede alla negoziazione in contropartita diretta degli ordini con la clientela, senza tuttavia qualificarsi come Internalizzatore Sistemático per gli strumenti finanziari di seguito elencati. Tali ordini sono raccolti principalmente mediante le filiali, le quali provvedono all'inserimento della disposizione nell'apposita "Procedura Titoli", oppure tramite il canale telefonico:

- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato Quotati sui Mercati Regolamentati liquidi;
- Obbligazioni non quotate o quotate su mercati comunitari illiquidi;
- Derivati non quotati;
- Pronti Contro Termine.

- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato Quotati sui Mercati Regolamentati liquidi
--

Per gli strumenti finanziari in esame la Banca svolge il ruolo di internalizzatore non sistematico.

Le **sedes di esecuzione** su cui la Banca opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 9

Fattori di Esecuzione	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Velocità di esecuzione- Probabilità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine	Conto proprio (non sistematico)

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita, nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, attribuendo primaria importanza alla *total consideration*. È, tuttavia, fatta salva la possibilità di assegnare maggiore importanza ad altri fattori di esecuzione rispetto alla somma di prezzo e costi, laddove questa maggior importanza attribuita sia necessaria per fornire il miglior risultato possibile per il cliente.

Per gli strumenti finanziari in esame la Banca opera anche "in conto proprio" offrendo al cliente una quotazione denaro/lettera che sia in linea con gli obblighi di *best execution* ("prezzi di mercato" competitivi) e che, tenendo conto del tempo trascorso fra l'offerta della quotazione e l'accettazione del cliente, non sia manifestamente superata dalle mutate condizioni di mercato.

Per quanto riguarda la determinazione dei prezzi, vengono presi in considerazione come *benchmark* di riferimento i prezzi proposti dai contributori (*market makers*) attivi sul mercato regolamentato o attivi sui circuiti telematici (es. contributori Bloomberg);

- **Obbligazioni non quotate o quotate su mercati comunitari illiquidi**

Al fine di conseguire il *best possible result* per il cliente, la Banca ha definito i fattori di esecuzione e selezionato le sedi di esecuzione che, sulla base della gerarchia di fattori definita, consentono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per il cliente e i fattori che influenzano la scelta di tali sedi.

La **sede di esecuzione** su cui la Banca opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 10

Fattori di Esecuzione	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Probabilità di esecuzione- Rapidità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine	Conto proprio (non sistematico)

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, in deroga al principio che prevede di attribuire per la clientela *retail* primaria importanza alla *total consideration*. Secondo tale deroga, infatti, è fatta salva la possibilità di assegnare maggiore importanza ad altri fattori di esecuzione rispetto alla somma di prezzo e costi, laddove questa maggior importanza attribuita sia necessaria per fornire il miglior risultato possibile per il cliente.

Attualmente la maggioranza degli scambi per i *corporate bond* e per le altre obbligazioni diverse dai Titoli di Stato (es. obbligazioni *branded*, obbligazioni quotate su mercati regolamentati poco liquidi, etc) avviene *Over The Counter* (di seguito "OTC"), al **telefono o tramite piattaforme elettroniche di trading**, non riconosciute oggi come Mercati Regolamentati e che presumibilmente non diventeranno MTF. Per tale tipologia di titoli, quindi, i principali luoghi di esecuzione sono rappresentati, *in primis*, dalla Banca stessa, e dai singoli *market maker* con riferimento agli altri strumenti finanziari, ai quali la Banca può rivolgersi sia telefonicamente, sia tramite canale telematico.

La selezione di questa *venue*, che comporta per la Banca un maggior onere da punto di vista operativo derivante dalla gestione dei rischi sulla proprietà (rischi di posizione), viene utilizzata in quanto permette di ottenere vantaggi in termini di:

- probabilità di esecuzione, in quanto l'operazione viene chiusa con la Banca stessa e non è subordinata alla disponibilità di una controparte terza a concludere operazioni.
- rapidità, in quanto l'esecuzione non risulta essere vincolata alle tempistiche di altri *market maker*,

Sarà comunque cura della Banca operare a "prezzi di mercato" competitivi, offrendo su richiesta del cliente una quotazione denaro-lettera che sia in linea con gli obblighi di *best execution* e che, tenendo conto del tempo

trascorso fra l'offerta della quotazione e l'accettazione del cliente, non sia manifestamente superata dalle mutate condizioni di mercato.

In particolare, nella determinazione dei prezzi si tiene conto dei seguenti fattori:

- per i titoli quotati su mercati comunitari non liquidi e per le obbligazioni non quotate su mercati regolamentati, vengono presi in considerazione come *benchmark* di riferimento i prezzi proposti dai principali contributori (*market maker*) attivi sulle più importanti piattaforme elettroniche di riferimento;
- Per gli strumenti finanziari di propria emissione, la Banca si impegna a garantire un mercato secondario. Per la valutazione di queste obbligazioni, si utilizza un fair value calcolato in base al rendimento di titoli analoghi quotati, aventi pari durata e rendimento. La Banca potrà anche utilizzare modelli di calcolo, implementati da info-provider, basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa tramite l'utilizzo della curva dei tassi appropriata. Per la valutazione del fair value di eventuali emissioni strutturate si utilizzeranno modelli di calcolo messi a disposizione delle controparti, che si basano su metodologie condivise e diffuse fra gli operatori di mercato (ad esempio il modello di Black and Scholes).

La Banca si avvale delle quotazioni esposte sui principali circuiti di *trading* elettronico per le obbligazioni (*Bloomberg, Reuters, etc.*), ovvero di piattaforme elettroniche che permettono di comunicare con i maggiori *market maker* e di concludere direttamente con essi le transazioni. Per maggiori *market maker* si intendono i negozianti che hanno dimostrato nel tempo la maggiore probabilità di esecuzione degli ordini.

Attualmente tali piattaforme elettroniche operano in modalità *quote driven*, la cui operatività viene garantita dalla presenza di *market maker* che espongono prezzi di acquisto e di vendita per determinate quantità (normalmente di importo superiore a quello acquistato mediamente dalla clientela al dettaglio). Le suddette piattaforme operano in modalità OTC e, non essendo soggette all'obbligo di esibire quotazioni irrevocabili, espongono prezzi indicativi che devono essere successivamente confermati dai contributori (*market maker*).

Queste modalità di funzionamento rendono, per loro natura, potenzialmente più critici i fattori quali la certezza di esecuzione al prezzo quotato al momento della ricezione dell'ordine e la rapidità di esecuzione dello stesso. Per questo motivo la Banca ritiene di fornire il miglior risultato per cliente garantendo la conclusione dell'operazione in tempi certi ed un prezzo determinato, tramite negoziazione in contropartita diretta.

- **Derivati non quotati**

Le operazioni relative agli strumenti finanziari in discorso sono caratterizzate da un elevato grado di personalizzazione e sono richieste dalla clientela prevalentemente **per fini di copertura**.

La **sede di esecuzione** su cui la Banca opera in modo duraturo per l'ottenimento del miglior risultato possibile è, rappresentata dal **conto proprio**. Viene di seguito riportato l'ordine di priorità dei **fattori di esecuzione** sulla base del quale vengono eseguiti gli ordini della clientela.

Tabella 11

Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità)	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Natura dell'ordine- Probabilità di esecuzione- Rapidità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)- Dimensione dell'ordine	Conto proprio (non sistematico)

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, in deroga al principio che prevede di attribuire per la clientela *retail* primaria importanza alla *total consideration*. Secondo tale deroga, infatti, è fatta salva la possibilità di assegnare maggiore importanza ad altri fattori di esecuzione rispetto alla somma di prezzo e costi, laddove questa maggior importanza attribuita sia necessaria per fornire il miglior risultato possibile per il cliente.

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

La scelta del conto proprio come unica sede di esecuzione, che comporta per la Banca un maggior onere operativo derivante dalla gestione dei rischi sulla proprietà, viene utilizzata in quanto permette di ottenere vantaggi in termini di:

- Personalizzazione dell'offerta in funzione della tipologia dell'ordine;
- probabilità di esecuzione, in quanto l'operazione viene chiusa con la Banca stessa e non è subordinata alla disponibilità di una controparte terza a concludere l'operazioni.
- rapidità, in quanto l'esecuzione non risulta essere vincolata alle tempistiche di altri *market makers*;

Tali vantaggi sono maggiori per i clienti soprattutto laddove sia richiesto un elevato grado di personalizzazione degli strumenti finanziari offerti. Infatti, la scelta del conto proprio per gli strumenti finanziari in oggetto è diretta conseguenza della considerazione delle difficoltà a cui sono normalmente soggetti i clienti al dettaglio o professionali che accedono a questi prodotti. Si tratta, infatti, di strumenti finanziari scambiati principalmente per finalità di copertura e l'elevato grado di personalizzazione, che spesso ne costituisce la caratteristica

predominante, rende particolarmente critica la garanzia di esecuzione dell'ordine di un cliente che intenda acquistare un prodotto specificatamente ideato per rispondere alle proprie esigenze. Si ricorda che la Banca, in relazione all'operazione conclusa con il cliente, negozia specularmente un derivato con altro intermediario finanziario.

La Banca provvede alla determinazione del prezzo degli strumenti finanziari derivati oggetto di negoziazione, mediante il confronto delle quotazioni di mercato formulate dalle controparti presso le quali è possibile acquistare la copertura. Le proposte sono poi confrontate con i valori teorici desumibili dalle quotazioni pubblicate dalla stampa specializzata o dalle piattaforme informative (es. Bloomberg o Reuters).

- **Pronti Contro Termine non negoziati su mercati regolamentati**

La **sede di esecuzione** su cui la Banca opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 12

Fattori di Esecuzione	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none">- Natura dell'ordine- Probabilità di esecuzione- Velocità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione (<i>Total Consideration</i>)- Dimensione dell'ordine	Conto proprio (non sistematico)

La presente gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, in deroga al principio che prevede di attribuire per la clientela *retail* primaria importanza alla *total consideration*. Secondo tale deroga, infatti, è fatta salva la possibilità di assegnare maggiore importanza ad altri fattori di esecuzione rispetto alla somma di prezzo e costi, laddove questa maggior importanza attribuita sia necessaria per fornire il miglior risultato possibile per il cliente.

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Attualmente la migliore sede di esecuzione per i pronti contro termine (di seguito PCT) è rappresentata dal conto proprio in quanto non esistono mercati regolamentati che consentono l'esecuzione degli ordini della clientela *retail*. Si ricorda che nella sostanza si tratta di un'operazione di raccolta del risparmio garantita da titoli, in cui assume valenza sostanziale il tasso concordato con il cliente. In funzione del tasso concordato sono individuati i titoli che possiedono rendimenti coerenti con le condizioni pattuite.

La *venue* in discorso, comporta per la Banca un maggior onere operativo derivante dalla gestione dei rischi sulla proprietà, ma permette di ottenere vantaggi in termini di:

- probabilità di esecuzione, in quanto l'operazione viene chiusa con la Banca stesso e non è subordinata alla disponibilità di una controparte terza a concludere operazioni.
- rapidità, in quanto l'esecuzione non risulta essere vincolata alle tempistiche di altri negozianti;

TRASPARENZA POST NEGOZIAZIONE.

Il regolamento mercati emanato dalla Consob stabilisce che:

I soggetti abilitati, per le operazioni che hanno concluso su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati rendono **pubbliche** le seguenti informazioni:

- a) giorno e ora di negoziazione;
- b) identificativo dello strumento finanziario;
- c) prezzo e quantità dell'operazione conclusa;
- d) identificativo della sede di negoziazione in cui l'operazione è stata conclusa.

Le informazioni di cui al comma 1 sono pubblicate con riferimento a ciascuna operazione entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di contrattazione del soggetto abilitato. Esse sono rese pubbliche a condizioni commerciali ragionevoli ed in modo da essere facilmente accessibili.

Per ottemperare a queste disposizioni, la Banca provvederà a mettere a disposizione tali informazioni sul sito internet della Banca o presso le filiali, dove potranno essere consultate facendone semplice richiesta.

MONITORAGGIO DELLA STRATEGIA

4.3. Modalità operativa di esecuzione delle disposizioni

In linea di continuità con le scelte operate attraverso la definizione delle proprie *policy* (cfr. par. 1), alle disposizioni d'investimento dei clienti viene data esecuzione nel massimo rispetto dei principi di seguito riportati.

La Banca raccoglie ed esegue/trasmette le disposizioni della clientela nel rispetto dell'ordine temporale con cui pervengono.

In tempo utile prima della prestazione del servizio, la Banca si impegna a fornire ai clienti, le informazioni sui fattori di esecuzione o sull'elenco delle sedi di esecuzione di riferimento al fine di adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il migliore risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti. La Banca ottiene il consenso preliminare del cliente sulla strategia di esecuzione degli ordini. Inoltre, avvisa in modo chiaro ed evidente il cliente del fatto che eventuali istruzioni specifiche fornite dallo stesso possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione limitatamente agli elementi oggetto di tali istruzioni.

Tali informazioni sono fornite su un supporto duraturo o tramite un sito Internet.

Qualora ne sia prevista la possibilità, la Banca deve specificare ai clienti la possibilità di eseguire gli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. A tale proposito, la Banca otterrà il consenso preliminare esplicito dal cliente in via generale tramite apposita clausola contrattuale.

La Banca deve, altresì, essere in grado di dimostrare ai clienti, su richiesta degli stessi, di avere eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione.

Tutti gli ordini sono registrati con le informazioni relative all'esito degli stessi (eseguito e non eseguito).

4.4. Monitoraggio dell'esecuzione alle migliori condizioni

La Banca monitora l'efficacia della presente *policy* ed esegue i controlli finalizzati ad appurare se nell'esecuzione degli ordini è stato ottenuto il miglior risultato per il cliente.

Ogni qualvolta un cliente ne faccia richiesta, la Banca si impegna a fornire in forma scritta, la dimostrazione che l'ordine sia stato eseguito nel rispetto della presente strategia di esecuzione.

In particolare, per gli strumenti finanziari per i quali la Banca ha scelto un'unica *execution venue/ negoziatore* sarà sufficiente dimostrare che l'ordine sia stato effettivamente e tempestivamente negoziato/ trasmesso tramite quella sede/ negoziatore, nel presupposto che all'origine sia stata fatta un'adeguata valutazione sulla capacità della sede di esecuzione/ negoziatore di garantire in modo duraturo il conseguimento del *best possible result*. Nel caso in cui siano state selezionate più sedi di esecuzione, la Banca si impegnerà a dimostrare non solo che l'ordine sia stato eseguito in una delle sedi selezionate nell'*execution policy*, ma anche che la sede prescelta sia effettivamente stata in grado di consentire il raggiungimento *best possible result*.

Nell'ipotesi in cui venga derogato il rispetto della strategia di esecuzione attestata dal cliente, la Banca si impegna a dimostrare che tale deroga:

- sia avvenuta nel rispetto delle istruzioni specifiche fornite dal cliente;
- in assenza di istruzioni specifiche del cliente, sia giustificata in virtù dell'esistenza di motivate ragioni tecniche, sia stata realizzata nell'interesse del cliente e costituisca una eccezione rispetto alla normale operatività.
- Inoltre, la Banca si impegna a dimostrare che il processo di selezione delle sedi di esecuzione/ negoziatori non avviene sulla base di criteri di scelta discriminatori, bensì basandosi su criteri di ragionevolezza (analisi strutturata e documentata dei vantaggi/svantaggi per l'accesso o l'esclusione di un mercato) sempre comunque con l'obiettivo del raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente. In particolare, su richiesta del cliente verrà dimostrato che l'impresa abbia effettivamente praticato le spese e/o commissioni precedentemente comunicate al cliente.

A tal proposito, si ritiene che il cliente non possa chiedere di giustificare eventuali differenziazioni delle commissioni applicate in base alla *execution venues/ negoziatori* prescelti e/o di illustrare le modalità di determinazione delle spese. Infatti, la normativa impone di praticare le medesime spese e commissioni comunicate ex ante, non anche di giustificarne la determinazione al cliente, cosa che richiederebbe la comunicazione di informazioni sensibili quali quelle sulla struttura interna della Banca.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari per i quali è prestato il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, alla luce del quadro normativo MIFID, si ritiene che ricada sempre sul raccoglitore la responsabilità verso il cliente finale per il rispetto della *best execution*. È fatta salva, comunque, per il raccoglitore la possibilità di rivalersi sul soggetto negoziatore per eventuali errori nell'esecuzione dell'ordine e/o per dimostrare al cliente di aver ottemperato agli obblighi previsti dalla normativa. A tal proposito, la Banca si impegna a prevedere negli accordi contrattuali stipulati che i negoziatori tengano a disposizione del raccoglitore i dati che attestino la correttezza delle proprie procedure, al fine di consentire di verificare in ogni momento l'idoneità delle procedure adottate e di controllare la qualità dell'esecuzione dell'altra impresa e adottare le misure necessarie per rimediare ad eventuali carenze qualora si presentino.

4.5. Revisione della Strategia di Esecuzione

Un sistema di *monitoring and reviewing* efficiente della presente *policy* consente l'individuazione e la correzione di eventuali carenze nel livello di qualità della stessa.

Le funzioni della Banca tenute all'aggiornamento della presente norma sono chiamate ad individuare e proporre alle altre funzioni competenti per l'aggiornamento delle procedure interne, le eventuali modifiche da apportare alle procedure ed a collaborare per assicurarne una pronta emanazione e diffusione a tutte le risorse interessate.

Qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione dovrà inoltre essere comunicata ai clienti e, pertanto, dovrà essere recepita dal documento di sintesi per la clientela.

La Banca si impegna a riesaminare le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale. Tale riesame è, inoltre, eseguito al verificarsi di circostanze rilevanti tali da influire sulla capacità di continuare ad

ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione.

Ogni modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione è comunicata al cliente affinché lo stesso possa assumere una decisione *appropriatamente* informata in merito all'opportunità di continuare o meno ad usufruire dei servizi di investimento prestati dalla Banca.

La revisione della strategia di esecuzione potrebbe comportare le seguenti variazioni:

- includere nuove o diverse sedi di esecuzione o entità nella propria *execution policy*;
- assegnare una diversa importanza relativa ai fattori di *Best Execution*;
- modificare altri aspetti della propria strategia o dei propri dispositivi di esecuzione, sulla base di decisioni di carattere strategico/gestionale assunte dalla Banca.

ALLEGATI:

- **Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini su strumenti finanziari Iccrea Banca Spa**
- **Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini su strumenti finanziari Iccrea Banca Spa (documento di sintesi)**