



BANCA POPOLARE VESUVIANA
SOCIETA' COOPERATIVA

STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

Delibera Consob n. 16190 – Titolo III
Art 45 e succ. del “ Regolamento Intermediari “ Direttiva comunitaria MiFID 2004/39/CE
Markets in Financial Instruments Directive

C.D.A. del 10/12/2007

INDICE

PREMESSA.....	3
RELAZIONI CON ALTRE NORME E DOCUMENTI.....	5
PRINCIPI GUIDA PER L'ESECUZIONE DEGLI ORDINI.....	7
RIFERIMENTI NORMATIVI.....	9
FATTORI DI ESECUZIONE E TRADING VENUES.....	11
- Fattori rilevanti per la Best Execution	11
- Trading Venues	12
STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI.....	13
Ricezione e trasmissione di ordini.....	13
- Azioni, ETF, Fondi, Obbligazioni convertibili, warrants, e diritti ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana.....	15
- Azioni, ETF, Fondi, Obbligazioni convertibili, warrants, e diritti ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati europei attualmente raggiunti in modalità telematica.....	17
- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.....	18
- Obbligazioni, Titoli di Stato non quotati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.....	19
- Pronti Contro Termine non negoziati sui mercati regolamentati.....	19
- Monitoraggio dell'esecuzione alle migliori condizioni.....	20
- Revisione della Strategia di Esecuzione	21
ALLEGATI	
- Scelta intermediario di negoziazione.	
- Strategia di esecuzione intermediario	
- Documento informativo di sintesi.	

PREMESSA

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

Tale Direttiva ha preso spunto dalle mancanze insite 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, di tutela 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 (internalizzatori sistematici).

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 nelle quali l’impresa esegue gli ordini 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.

Inoltre, per quanto non sia dettata una puntuale disciplina della *best execution* con riguardo al collocamento, la banca si impegna al rispetto dei principi generali di comportarsi con chiarezza e correttezza nell’interesse del cliente.

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 Popolare Vesuviana (di seguito la Banca). In particolare, sarà di seguita 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* ai sensi dell'art. 45 del Regolamento Consob n. 11522/1998¹ (corrispondente all'art. 21, Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio);
- la Strategia di Trasmissione (*Transmission Policy*) che la Banca si impegna a rispettare quando presta il servizio di "Ricezione e Trasmissione Ordini", redatta conformemente a quanto previsto dall' art. 48 del Regolamento Intermediari (art. 45, Direttiva 2006/73/CE);
- le Modalità di monitoraggio e revisione della propria Strategia di esecuzione degli ordini, ai sensi dell'art. 47 del Regolamento Intermediari (art. 45, c. 6, Direttiva 2006/73/CE).

Il presente documento si articola nel seguente modo:

1. descrizione dei fattori di esecuzione e delle *trading venues* prese in considerazione dalla Banca per il raggiungimento del miglior risultato possibile (*best possible result*) per il cliente;
2. descrizione della condotta della Banca in relazione alle modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini. Se lo strumento finanziario viene negoziato direttamente dalla Banca (regime di ***Execution Policy***), per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati sarà indicato:
 - l'elenco dei fattori di esecuzione (secondo l'ordine di importanza attribuito dalla Banca) che determinano la scelta della sede di esecuzione che consente alla Banca stessa di ottenere il miglior risultato possibile;
 - l'elenco delle **sedi** di esecuzione selezionate per ciascuno strumento finanziario;
 - i criteri in base ai quali la Banca ha selezionato le sedi di esecuzione ovvero ha deciso di non avvalersi di sedi alternative;

Se lo strumento finanziario viene gestito in regime di ***Transmission Policy***, per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati sarà indicato:

- l'elenco dei fattori di esecuzione (secondo l'ordine di importanza attribuito dalla Banca) che determinano la scelta del *broker* che consente alla Banca stessa di ottenere il miglior risultato possibile;
- l'elenco dei negozianti (di seguito *broker*) individuati per ciascun strumento finanziario;

¹ Nuovo Regolamento Intermediari contenente le modifiche di recepimento della MiFID.

- le motivazioni in base alle quali la Banca ha selezionato tali *broker*;
3. descrizione delle modalità di monitoraggio e revisione periodica della Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini. In particolare saranno indicate:
- le modalità e gli strumenti attraverso i quali la Banca monitora il rispetto del principio di esecuzione alle migliori condizioni;
 - la periodicità e le modalità con cui la Banca, anche a fronte di mutate condizioni di mercato, riesamina la propria strategia di esecuzione degli ordini;
 - le modalità con cui vengono gestite le richieste dalla clientela di dimostrare l'esecuzione alle condizioni migliori.

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 in una o in un'altra 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 adeguato ad impostare sempre 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.

Detta normativa, resa accessibile a tutto il personale della Banca, è altresì resa disponibile a tutti gli interessati al processo di erogazione dei servizi di investimento.

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 (art. 46, c.3, Regolamento Intermediari).

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 solo nell'ipotesi in cui presta il servizio di negoziazione (in conto proprio e/o in conto clienti).

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.

Al fine di salvaguardarne la qualità, la presente Policy, è altresì sottoposta periodicamente ad un esame di coerenza con tutti i principi ed i valori adottati dalla Banca, 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 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 attua 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 gli intermediari negoziatori presso cui trasmettere gli ordini per l'esecuzione sulla base di criteri condivisi che dovrebbero:

- consentire alla Banca di garantire ai propri Clienti un'offerta continuativa delle migliori condizioni possibili;
- garantire costi competitivi;
- garantire l'integrazione dei sistemi;
- garantire adeguati servizi di settlement e clearing.

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;
- ✓ ogniqualvolta 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. In particolare:
 - se l'ordine ha istruzioni specifiche (a titolo esemplificativo, il cliente potrebbe indicare la *execution venue* su cui acquistare gli strumenti finanziari, la quantità, il prezzo, etc.), la Banca esegue l'ordine secondo tali istruzioni, risultando, pertanto, sollevata dall'onere di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente. A tal fine, il cliente viene informato sul fatto che la Banca, nell'eseguire l'ordine seguendo le specifiche istruzioni ricevute, potrebbe non essere in grado di adottare le stesse misure previste nella propria strategia di esecuzione;

- se l'ordine presenta istruzioni parziali (a titolo esemplificativo, il cliente potrebbe impartire ordini con limite di prezzo senza tuttavia indicare la *venue* di esecuzione), la Banca esegue l'ordine secondo le istruzioni ricevute e, per la parte non specificata, applicando la propria strategia di esecuzione.

Nell'ipotesi in cui il cliente formuli istruzioni specifiche tecnicamente impraticabili, tali da non consentire alla Banca di rispettare la propria strategia di esecuzione, 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 *mismatch* esistente tra la tempistica con la quale evolvono le condizioni di mercato, e i 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;

- ✓ la Banca, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento esegue gli ordini impartiti dai clienti privilegiando la sede maggiormente liquida.

3. RIFERIMENTI NORMATIVI

Nella presente sezione sono riportati i riferimenti normativi più significativi relativi al TUF (D. Lgs. 58/1998) e al nuovo Regolamento Intermediari (di seguito “RI”) aggiornati alle regole MiFID. Vengono, inoltre, riportati i riferimenti normativi relativi alla Direttiva 2004/39/CE (di seguito “MiFID”) e alla relativa Direttiva di emanazione delle misure tecniche di esecuzione (Direttiva 2006/73/CE, di seguito “D2”).

Ai sensi dell’art. 45 del RI la Banca deve adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché esegue ordini, il miglior risultato possibile per i propri clienti. A tal fine, deve essere adottata una Strategia di esecuzione nell’ambito della quale devono essere previsti efficaci meccanismi che consentano di ottenere, per gli ordini del cliente e in maniera duratura, il migliore risultato possibile (*best possible result*), tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura, dell’ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione (c.d. fattori di esecuzione).

Tale strategia di esecuzione deve precisare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le informazioni circa le varie sedi (*execution venues*) nelle quali l’intermediario esegue gli ordini e i fattori che influenzano la scelta di tali *venues*. Vanno, inoltre, indicate “almeno quelle sedi che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l’esecuzione degli ordini degli investitori”.

Al fine di determinare quali *execution venues* devono essere incluse nella strategia di esecuzione, i costi di esecuzione non devono includere le commissioni o le competenze proprie dell’impresa applicate al cliente per la prestazione di un servizio di investimento. Va tuttavia rilevato che, le stesse commissioni, invece, devono essere valutate nel processo di selezione della sede di esecuzione su cui inoltrare gli ordini dei clienti.

Inoltre, l’art. 46,5 RI afferma che “[...], qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l’intermediario è tenuto ad attenersi alle stesse, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute”. Si evince, quindi, che la Banca è tenuta ad eseguire l’ordine secondo le specifiche istruzioni ricevute, anche in deroga alla propria Strategia di esecuzione. Tuttavia, le istruzioni del cliente non sollevano la Banca dai propri obblighi di esecuzione alle condizioni migliori per quanto riguarda le eventuali altre parti o gli eventuali altri aspetti dell’ordine del cliente di cui tali istruzioni non trattano.

La negoziazione per conto proprio con i clienti da parte della Banca deve essere ritenuta come l’esecuzione degli ordini dei clienti e pertanto deve essere soggetta agli obblighi di cui alla MiFID ed in particolare agli obblighi inerenti l’esecuzione alle condizioni migliori. A tal proposito, ai sensi dell’art. 1, comma 5-bis del nuovo TUF, per “negoziatura per conto proprio si intende l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in **contropartita diretta** e in **relazione a ordini dei clienti**, nonché l’attività di *market maker*”. Al riguardo, tale definizione consente di evidenziare due innovazioni rispetto la normativa pre MiFID:

1. viene inclusa la nozione di *market maker*, soggetto che, pur in assenza di clienti diretti, esprime una disponibilità continua sui mercati ad acquistare/vendere strumenti finanziari a prezzi da esso predefiniti;

2. l'internalizzazione dell'ordine viene considerata come una modalità di “esecuzione dell'ordine del cliente”. L'intermediario che intende porsi in contropartita diretta con il cliente deve, pertanto, essere autorizzato alla “esecuzione di ordini” e, contestualmente, alla “negoziazione per conto proprio”. Posto che nel sistema italiano pre MiFID, il servizio della negoziazione per conto proprio risulta già ricomprendere il momento dell'esecuzione degli ordini, le disposizioni transitorie del TUF aggiornato alla MiFID (punto 2) prevedono che gli intermediari già autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione conto proprio si intendono autorizzati, a partire dal 1° novembre 2007, sia alla stessa “negoziazione conto proprio” che alla “esecuzione di ordini per conto dei clienti” (con il conseguente versamento del doppio contributo alla Autorità di Vigilanza).

L'obbligo di garantire l'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni riguarda 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 (*over the counter*). Tuttavia, tale obbligo deve essere applicato in modo da tenere conto delle diverse circostanze collegate all'esecuzione degli ordini aventi ad oggetto particolari tipi di strumenti finanziari².

In merito alla prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli, l'art. 48,1 RI dispone che gli intermediari “adottano tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti tenendo conto dei fattori e dei criteri di cui all'articolo 45, commi 1 e 2 del RI”. Tale obbligo è, tuttavia, meno stringente per il servizio di ricezione e trasmissione di ordini; in quanto, né ai gestori/raccoglitori, né al *broker*, viene richiesta una duplicazione degli sforzi per la ricerca del conseguimento della *best execution*, fatta eccezione per il gestore che esegue direttamente gli ordini della clientela. In tal ultimo caso, ai sensi dell'art. 48,7 RI, si applicano le regole di *best execution* stabilite per i negoziatori (artt. 45-47 RI) anziché quelle previste dal sopra citato art. 48 RI.

L'art. 48,2 RI prevede che i raccoglitori/gestori devono stabilire ed applicare una politica che consenta loro di conformarsi agli obblighi derivanti dalla disciplina sulla *best execution*. Tale politica identifica, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti ai quali vengono trasmessi gli ordini (*broker*) in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi.

Ai sensi dell'art. 47,2 RI la Banca riesamina le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione. Gli intermediari comunicano ai clienti qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione adottata.

Infine, ai sensi dell'art. 46,6 RI, la Banca deve, essere in grado di dimostrare ai loro clienti, qualora questi ne facciano richiesta, che gli ordini sono stati eseguiti in conformità alla strategia di esecuzione adottata.

² Ad esempio, le operazioni aventi per oggetto uno strumento finanziario OTC personalizzato, che comportano una relazione contrattuale personalizzata, quindi adattata alle caratteristiche del cliente e dell'impresa di investimento, possono non essere comparabili, ai fini dell'esecuzione alle condizioni migliori, con le operazioni aventi per oggetto azioni negoziate su mercati regolamentati o MTF.

4. FATTORI DI ESECUZIONE E TRADING VENUES

Viene di seguito riportata una descrizione dei principali fattori di *best execution* selezionati dalla Banca in quanto ritenuti i più confacenti alle caratteristiche della propria clientela, al fine di ottenere per loro il miglior risultato possibile. Viene fornita, inoltre, una breve descrizione delle *trading venues* riconosciute dalla MiFID e inserite dalla Banca nella presente strategia di esecuzione.

4.1. 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.

Tale fattore, ai sensi dell'art. 45,5 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 particolarmente decisivi 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.
- *Probabilità di esecuzione*: fattore strettamente legato alla struttura e alla profondità del mercato presso cui lo strumento è negoziato;
- *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: si distingue a riguardo tra 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*.

Criteri di esecuzione.

- eventuali esigenze di particolari clienti;
- particolarità degli ordini;
- particolarità degli strumenti finanziari;
- particolarità delle sedi di esecuzione.

4.2. Trading Venues

L'art. 1,2 del 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* - 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*.

5. STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

Nella presente sezione è descritta la condotta della Banca in termini di modalità di esecuzione e trasmissione 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, Pronti contro termine e Fondi comuni di investimento), 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;

In linea generale, in accordo con quanto previsto dall’ art. 44,3 D2 e dal considerando 67 D2, essendo la clientela della Banca in misura pressoché integrale al dettaglio, si è scelto, quando possibile, di utilizzare la ‘ total consideration ‘ come fattore preponderante per il rispetto della Best Execution.

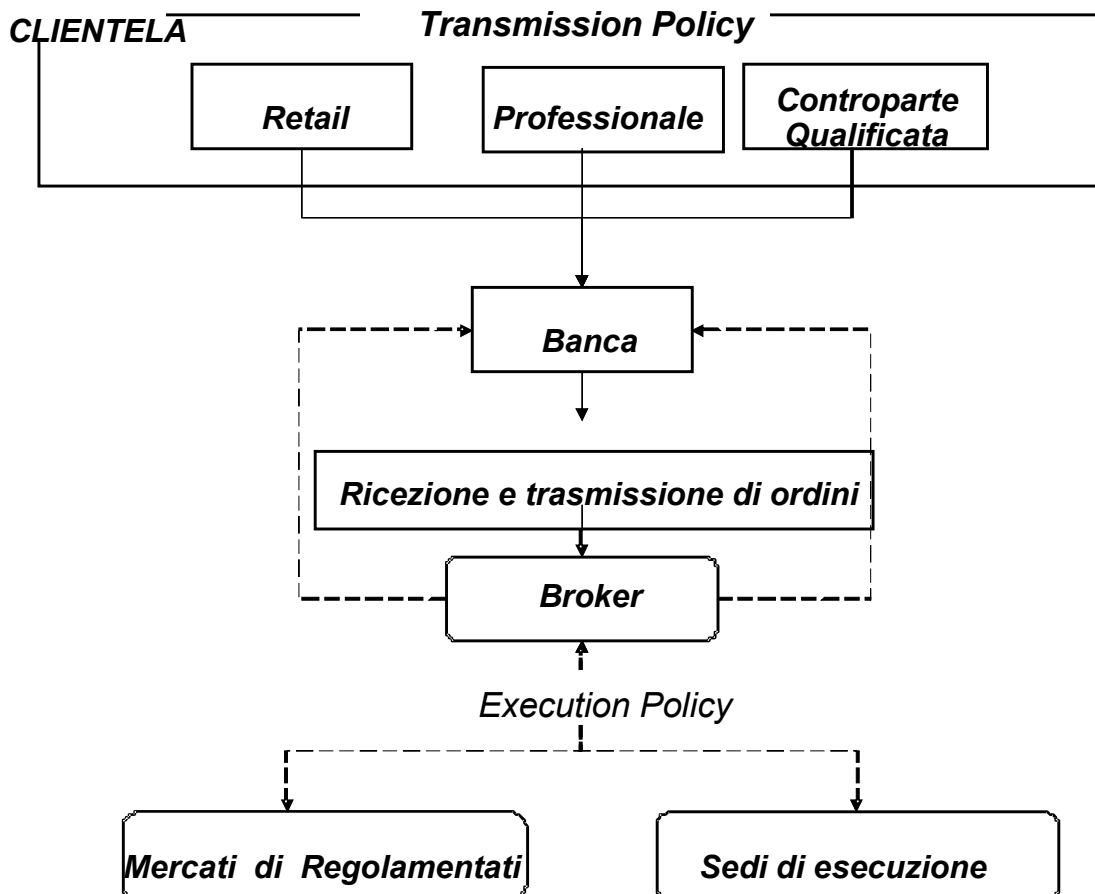
5.1. Ricezione e trasmissione di ordini

La Banca svolge il ruolo di **intermediario trasmettitore** per gli ordini aventi ad oggetto gli strumenti finanziari di seguito elencati per i quali **non prevede negoziazione in contropartita diretta**, bensì l’accesso alle sedi di esecuzione mediante *broker* terzi 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, ETF, obbligazioni convertibili, warrant, diritti quotate sui mercati regolamentati italiani;
- Azioni, ETF, obbligazioni convertibili, warrant, diritti quotate sui mercati regolamentati europei raggiunti in modalità telematica;
- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato ;

Viene di seguito riportato uno schema di sintesi dell’operatività prevista dalla Banca relativamente al servizio di ricezione e trasmissione di ordini:

Figura 1 – Ricezione e trasmissione di ordini



- *Azioni, ETF, fondi, obbligazioni convertibili, warrants e diritti attualmente ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana .*

Gli ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto sono eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (ad esclusione dell'MTA International, e dei titoli Banco Santander e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria).

La Banca si avvale di intermediario negoziatore 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 i **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 1

Fattori di Esecuzione	Sede di Esecuzione / Negoziatore
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Rapidità di esecuzione e di regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Oggetto dell'ordine - Dimensione dell'ordine - Altro 	Borsa Italiana s.p.a. / Centrosim s.p.a.

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”.

Criteri di selezione del broker

Borsa Italiana S.p.A. costituisce il principale mercato italiano nel comparto azionario italiano in quanto, in virtù dell'obbligo di esecuzione sui mercati regolamentati degli scambi su titoli ivi quotati, imposto dalla normativa *pre-MiFID*, rappresenta un mercato concentrato in grado di garantire a tutti gli investitori (*retail* e professionali) le medesime condizioni di esecuzione. Per l'investitore al dettaglio ciò rappresenta un vantaggio importante poiché consente agli stessi l'applicazione delle medesime condizioni concesse agli investitori professionali, i quali, in virtù della loro natura, operano in possesso di un maggior numero di informazioni.

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 Borsa Italiana 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 di ordini, ha adottato tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i propri clienti, identificando per ciascuna categoria di strumenti finanziari i soggetti presso i quali gli ordini vengono trasmessi, in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi (art. 48, 2 RI).

Scelta intermediario negoziatore.

La Banca si avvale come intermediario negoziatore, selezionato secondo i criteri elencati al par. 2 , della Società Centrosim spa; avendo riscontrato compatibilità fra la transmission policy della Banca, che tende a privilegiare come fattore preponderante di best execution la total consideration , e l'execution policy dichiarata da Centrosim s.p.a.

- ***Azioni, ETF, fondi, obbligazioni convertibili, warrants e diritti attualmente ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati europei attualmente raggiunti in modalità telematica .***

Gli ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto sono eseguiti sui relativi mercati regolamentati utilizzando come discriminante il codice mercato individuato dalle prime due lettere dell'ISIN code.

La Banca si avvale di intermediario negoziatore 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 i **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	Sedi Esecuzione / Negoziatore
- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)	Xetra. / Centrosim s.p.a. Euronext (Amsterdam, Bruxelles, Lisbon, Paris)
- Rapidità di esecuzione e di regolamento	London (Main Market)
- Probabilità di esecuzione e regolamento	Svizzera (SWX, Virt-X)
- Oggetto dell'ordine	OMX Helsinki, Copenaghen, Stoccolma
- Dimensione dell'ordine	OBX Oslo
- Altro	MCE Spagna

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".

Scelta intermediario negoziatore.

La Banca si avvale come intermediario negoziatore, selezionato secondo i criteri elencati al par. 2, della Società Centrosim spa; avendo riscontrato compatibilità fra la transmission policy della Banca, che tende a privilegiare come fattore preponderante di best execution la total consideration, e l'execution policy dichiarata da Centrosim s.p.a.

- *Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione*

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono eseguiti prevalentemente sui mercati obbligazionari regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. o in sedi di esecuzione in grado di essere qualitativamente e quantitativamente comparabili con i mercati di Borsa Italiana.

Le scelte sono state effettuate considerando la possibilità di telematizzare i processi, la certezza di esecuzione, la fungibilità dei sistemi di regolamento.

A tal proposito, 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 i *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 3

Fattori di Esecuzione	Broker / Negoziatori
- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>)	MOT; EUROMOT di Borsa Italiana Tlx/Eurotlx
- Rapidità di esecuzione e regolamento	HI-Mtf
- Probabilità di esecuzione e regolamento	
- Oggetto dell'ordine	
- Dimensione dell'ordine	
- Altro	

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).

Scelta intermediario negoziatore.

La Banca si avvale come intermediario negoziatore, selezionato secondo i criteri elencati al par. 2 , della Società Centrosim spa; avendo riscontrato compatibilità fra la transmission policy della Banca, che tende a privilegiare come fattore preponderante di best execution la total consideration , e l'execution policy dichiarata da Centrosim s.p.a.

- **Obbligazioni, Titoli di Stato non negoziati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione**

Per questa tipologia di strumenti finanziari, dove non esiste un vero mercato di riferimento, la Banca si rivolgerà ad un panel significativo di internalizzatori e market makers, specializzati nella quotazione di questa tipologia di strumenti finanziari, in grado di esprimere un’offerta vincolante sull’ordine in questione. Il processo di best execution sarà concluso con l’applicazione della proposta che esprimerà il prezzo migliore.

- **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 4

Fattori di Esecuzione	Sedi di Esecuzione
<ul style="list-style-type: none"> - Rapidità di esecuzione e regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Oggetto dell’ordine - Dimensione dell’ordine - Altro 	<p>Conto proprio NON SISTEMATICO</p>

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*. L’unico mercato ad oggi esistente è, infatti, un mercato all’ingrosso.

I medesimi prodotti finanziari in oggetto, inoltre, possono presentare un discreto grado di personalizzazione in termini di sottostanti/scadenze scelte dal cliente che si traducono in una maggiore difficoltà nel garantire l’esecuzione sulla base di offerte disponibili su mercato.

La *venue* in discorso, permette di ottenere vantaggi in termini di:

- rapidità, in quanto l’esecuzione non risulta essere vincolata alle tempistiche di altri negoziatori;

- 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.

Tali vantaggi, come sopra-detto, sono maggiori per i clienti soprattutto per prodotti illiquidi e/o per i quali non esistano mercati alternativi e laddove sia richiesto un elevato grado di personalizzazione degli strumenti offerti.

Sarà comunque cura della Banca operare a “prezzi di mercato” competitivi, in quanto le modalità di esecuzione dei PCT si concretizzano nella negoziazione di strumenti finanziari soggetti agli obblighi di *best execution*.

La determinazione del prezzo di tali prodotti finanziari avviene, dunque, mediante l'ausilio di un **modello di pricing** che tiene conto dei benchmark di riferimento esterni che siano confrontabili allo strumento oggetto di negoziazione, al fine di valutare la competitività delle condizioni di esecuzione in conto proprio offerte al cliente.

5.2. 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 anche per il tramite di strumenti formali di comunicazione (fax, lettera, posta elettronica), 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 che 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:

- come le *fees* e le commissioni che sostiene il cliente siano funzione:
 - dei costi sostenuti dalla stessa Banca per l'accesso simultaneo a più *trading venues/ negoziatori*;
 - della categoria di appartenenza del cliente;
 - delle sedi di regolamento;

5.3. 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 interne 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.

A tal proposito la Banca valuterà se le sedi di esecuzione/ negoziatori identificati (o i loro dispositivi di esecuzione) assicurano, in maniera duratura, il raggiungimento del miglior risultato per il cliente. Nell'ipotesi in cui vengano apportate modifiche rilevanti alla strategia di esecuzione la Banca provvederà a notificare tempestivamente tali variazioni alla clientela.

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 decisione di carattere strategico/gestionale assunte dalla Banca.

ALLEGATI

- A. Scelta intermediario negoziatore
- B. Strategia di esecuzione intermediario
- C. Documento di sintesi