



ICCREA BANCA

ISTITUTO
CENTRALE DEL
CREDITO
COOPERATIVO

STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE

DEGLI ORDINI

SU STRUMENTI FINANZIARI

ICCREA BANCA S.P.A.

FEBBRAIO 2008

**INDICE**

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 1. | PREMESSA | 4 |
| 2. | RIFERIMENTI NORMATIVI | 6 |
| | ARTICOLAZIONE DEL DOCUMENTO | 8 |
| 3. | Sezione Prima - Fattori di esecuzione e trading venues | 9 |
| 3.1. | FATTORI RILEVANTI PER LA <i>BEST EXECUTION</i> | 9 |
| 3.2. | TRADING VENUES | 10 |
| 4. | Sezione Seconda – Strategia di esecuzione/trasmissione degli ordini | 11 |
| 4.1. | <i>AZIONI</i> | 11 |
| 4.1.1. | AZIONI QUOTATE SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI | 11 |
| 4.1.2. | AZIONI QUOTATE SUI MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI | 13 |
| 4.1.3. | ETF, DIRITTI, WARRANT, OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI | 14 |
| 4.1.4. | ETF QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI | 15 |
| 4.2. | <i>OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO</i> | 16 |
| 4.2.1. | OBBLIGAZIONI, EURO-OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI (BORSA ITALIANA) | 16 |
| 4.2.2. | OBBLIGAZIONI, EURO-OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO QUOTATI SUL MERCATO Hi-MTF | 18 |
| 4.2.3. | OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI | 19 |
| 4.3. | <i>PRONTI CONTRO TERMINE</i> | 20 |
| 4.3.1. | PRONTI CONTRO TERMINE NON NEGOZIATI SU MERCATI REGOLAMENTATI | 20 |
| 4.4. | <i>DERIVATI</i> | 21 |
| 4.4.1. | DERIVATI QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI (COVERED WARRANT, CERTIFICATES, OPZIONI, FUTURES ECC...) | 21 |
| 4.4.2. | DERIVATI QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI NON NAZIONALI (COVERED WARRANT, CERTIFICATES, OPZIONI, FUTURES ECC...) | 23 |
| 4.4.3. | DERIVATI NON QUOTATI | 24 |
| 4.5. | <i>QUOTE DI OICR</i> | 25 |
| 5. | Sezione terza – Criteri di Gestione degli Ordini e della Strategia | 26 |
| 5.1. | MODALITÀ OPERATIVA DI GESTIONE DEGLI ORDINI | 26 |
| 5.2. | ATTESTAZIONE DELL'ESECUZIONE ALLE MIGLIORI CONDIZIONI | 26 |
| 5.3. | REVISIONE DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE | 26 |
| | ALLEGATI | 27 |
| | ALLEGATO 1: Condizioni economiche proposte alla clientela da Iccrea Banca S.p.A. | 28 |
| | ALLEGATO 2: | 29 |
| | - Broker utilizzati per gli strumenti quotati sui singoli mercati non nazionali (Azioni, ETF, Covered Warrants, Certificates ecc...) | 29 |
| | - Futures e Opzioni | 29 |



ISTITUTO
CENTRALE DEL
CREDITO
COOPERATIVO

1. PREMESSA

Il presente documento descrive le modalità di esecuzione/trasmissione degli ordini impartiti dalla clientela in relazione ai servizi ed alle attività di investimento svolti da Iccrea Banca (di seguito l'Istituto). In particolare, obiettivo del presente documento è quello di rappresentare:

- la Strategia di Esecuzione individuata dall'Istituto per adottare, nell'esecuzione degli ordini, tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile ai sensi dell'art. 21 della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio;
- la Strategia di Trasmissione a controparti terze (altri intermediari) degli ordini, aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati in mercati sui quali l'Istituto non è aderente diretto, per permettere il rispetto dell'obbligo di servire al meglio gli interessi della clientela, conformemente a quanto previsto dall'art. 45 della Direttiva 2006/73/CE e dal corrispondente art. 48 del Regolamento Intermediari 11522/1998¹, di seguito "RI");
- le Modalità di monitoraggio e revisione periodica della Strategia di esecuzione.

Le disposizioni impartite dalla clientela o dai mercati vengono eseguite dall'Istituto in modo rapido, onesto, equo e professionale al fine di ottenere un'elevata qualità di esecuzione degli ordini stessi. L'Istituto attua dispositivi idonei a assicurare la continuità e la regolarità nella prestazione del servizio, utilizzando sistemi, risorse e procedure appropriati e proporzionati.

L'Istituto ha preventivamente individuato per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati:

- ✓ una o più sedi di esecuzione su cui è aderente diretto, ovvero il portafoglio di proprietà (negoziato in conto proprio), che le consentono di ottenere in maniera duratura il miglior risultato possibile nell'esecuzione degli ordini dei clienti;
- ✓ i *brokers* o le entità presso cui trasmettere gli ordini per l'esecuzione.

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:

- ✓ 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 e quindi ponendosi in contropartita diretta con la clientela. Per quest'ultimo caso l'Istituto informerà preventivamente la clientela e ne acquisirà il relativo consenso.
- ✓ ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l'Istituto è tenuto ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni. In tal caso l'intermediario è tenuto ad eseguire l'ordine secondo le specifiche istruzioni ricevute, anche in deroga alla propria *execution policy*. In particolare:
 - se l'ordine ha istruzioni specifiche (a titolo esemplificativo, il cliente potrebbe indicare la *execution venue* su cui negoziare gli strumenti finanziari, la quantità, il prezzo, etc.), l'Istituto esegue l'ordine secondo tali istruzioni, risultando, pertanto, sollevato dall'onere di ottenere le migliori condizioni per il cliente. In tal caso, il cliente viene informato sul fatto che l'Istituto, 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;

¹ Il nuovo Regolamento Intermediari, documento per la consultazione pubblicata dalla Consob il 20 luglio 2007.

- se l'ordine presenta istruzioni parziali esegue l'ordine secondo le istruzioni ricevute e, per la parte lasciata alla discrezionalità dell'Istituto, applicando la propria "strategia di esecuzione".

Nell'ipotesi in cui il cliente formuli istruzioni specifiche tecnicamente impraticabili, si ritiene fatta salva la possibilità per l'Istituto di rifiutare l'esecuzione di un ordine.

L'Istituto si riserva la facoltà, in presenza di motivate ragioni tecniche, di derogare alla propria strategia di esecuzione anche in assenza di istruzioni specifiche del cliente. La opportunità a non rispettare la presente strategia di esecuzione per ottenere un miglior risultato per il cliente potrebbe emergere considerando il naturale *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 *failure* dei meccanismi di esecuzione che rendano impossibile eseguire l'ordine sulle *venues* indicate nella strategia di esecuzione;

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



2. RIFERIMENTI NORMATIVI

I riferimenti normativi di seguito riportati fanno esplicito rinvio 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”). Vengono inoltre riportati i riferimenti normativi agli emanandi Regolamenti Consob, connesso con la trasposizione della MiFID nelle aree rimesse alla regolamentazione secondaria della Consob.

Ai sensi dell’art. 21 della MiFID (art. 45 del RI) le imprese di investimento devono adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere allorché eseguono ordini il miglior risultato possibile per i loro clienti. A tal fine, deve essere definita la **strategia di esecuzione degli ordini** (*Execution Policy*) nell’ambito della quale devono essere previsti efficaci meccanismi che consentano di ottenere, per gli ordini del cliente, 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.

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 delle *venues*. Vanno, inoltre, indicate le sedi che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l’esecuzione degli ordini degli investitori”.

Inoltre, l’art 21,1 MiFID (art. 48,4 RI) affermano che ogni qualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l’impresa di investimento è tenuta ad eseguire l’ordine seguendo tali istruzioni. Si evince, quindi, che l’intermediario è tenuto ad eseguire l’ordine secondo le specifiche istruzioni ricevute, anche in deroga alla propria *Execution Policy*. Tuttavia, il Considerando 68 della D2 specifica, comunque, che le istruzioni del cliente non sollevano l’impresa di investimento dai suoi 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 (art. 46,5 RI).

Ai sensi del Considerando 69 della D2, la negoziazione per conto proprio con i clienti da parte dell’impresa di investimento 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 all’esecuzione alle condizioni migliori.

L’ambito di applicazione della *best execution* riguarda, secondo il Considerando 70 della D2, l’obbligo di garantire l’esecuzione degli ordini alle migliori condizioni in relazione 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 (*over the counter*, di seguito “OTC”). Tuttavia, l’obbligo di esecuzione alle condizioni migliori deve essere applicato in modo da tenere conto delle diverse circostanze collegate all’esecuzione degli ordini relativi a particolari tipi di strumenti finanziari².

La normativa prevede un regime meno stringente per il Servizio di Ricezione e Trasmissione Ordini, in particolare, l’art. 45,1 D2 (art. 48,1 RI) dispone che le imprese di investimento che prestano tale servizio debbano agire per servire al meglio gli interessi dei loro clienti (art 19,1 MiFID) quando trasmettono presso altre entità, a fini di esecuzione, ordini derivanti da decisioni dell’impresa di investimento di negoziare strumenti finanziari per conto dei suoi clienti. Infatti, il

² Ad esempio, le operazioni aventi per oggetto uno strumento finanziario OTC personalizzato, che comportano una relazione contrattuale particolare 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.

Considerando 75 della D2 specifica che non viene richiesta ai gestori/raccoglitori, né a carico dell'impresa di investimento alla quale questi trasmettono gli ordini a fini di esecuzione, una duplicazione degli sforzi per ricerca del conseguimento della *best execution*.

L'art. 45,7 D2 (art. 48,7 RI) prevede che, quando il gestore/raccoglitore provvede anche ad eseguire direttamente gli ordini della clientela, si applichino le regole di *best execution* stabilite per i negozianti (artt. 44 e 46 D2, artt. 45-47 RI) anziché quelle previste dall'art. 45 D2 (art. 48 RI).

Sulla base di quanto disposto dal Considerando 72 della D2, i costi di esecuzione che includono le commissioni o competenze proprie all'impresa di investimento applicate ad un cliente per la prestazione di un servizio di investimento non vengono applicate per la determinazione delle sedi di esecuzione incluse nella strategia di esecuzione.

Ai sensi dell'art. 45,5 D2 (art. 48,2 RI), 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, le entità alle quali l'impresa di investimento trasmette gli ordini a fini di esecuzione. Le entità identificate devono avere dispositivi di esecuzione che consentano all'impresa di investimento di conformarsi ai propri obblighi in materia di *best execution*, quando negozia o trasmette ordini a tale entità a fini della esecuzione.

Infine, ai sensi dell'art. 21,4 MIFID (art. 47,2 RI), gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento riesaminino annualmente la strategia di esecuzione/trasmissione stabilita conformemente all'art 21,2 MiFID, nonché i propri dispositivi di esecuzione degli ordini. Tale riesame viene anche fatto ogni qualvolta si verifichi una modifica rilevante (introduzione di un nuovo mercato, commercializzazione di un nuovo prodotto, etc.), che influisca sulla capacità dell'impresa di continuare ad ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti, utilizzando le sedi incluse nella propria strategia di esecuzione.

Le imprese di investimento devono, infine, come disposto dall'art. 21,5 MIFID, essere in grado di dimostrare ai loro clienti, dietro richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione definita.

ARTICOLAZIONE DEL DOCUMENTO

Il documento si articola in **quattro sezioni**, i cui contenuti vengono di seguito brevemente descritti.

1. **Sezione Prima:** viene fornita una breve descrizione circa i fattori di esecuzione e delle *Trading Venues* prese in considerazione dall'Istituto per il raggiungimento del *best possible result* per il cliente.
2. **Sezione Seconda:** viene descritta la condotta dell'Istituto in relazione alle modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini. Per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati viene indicato:
 - se lo strumento finanziario viene gestito in regime di **Execution Policy**:
 - l'elenco dei fattori di esecuzione (secondo l'ordine di importanza attribuito dall'Istituto) che determinano la scelta della sede di esecuzione che consenta all'Istituto di ottenere il miglior risultato possibile;
 - l'elenco delle sedi di esecuzione selezionate per ciascun strumento finanziario;
 - i criteri in base ai quali l'Istituto ha selezionato le sedi di esecuzione ovvero ha deciso di non avvalersi di sedi alternative;
 - l'indicazione dei costi e delle commissioni che verranno applicati nell'esecuzione degli ordini (cfr. allegato 1);
 - se lo strumento finanziario viene gestito in regime di **Transmission Policy**:
 - l'elenco dei *brokers* individuati per ciascun strumento finanziario (cfr. all.to 2);
 - le motivazioni in base alle quali l'Istituto ha selezionato i *brokers*;
 - l'indicazione dei costi e delle commissioni che verranno applicati alla clientela (cfr. all.to 1)
3. **Sezione Terza:** vengono indicate:
 - le modalità e gli strumenti attraverso i quali l'Istituto monitora il rispetto del principio di esecuzione alle migliori condizioni;
 - la periodicità e le modalità con cui l'Istituto, 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.

3. SEZIONE PRIMA - FATTORI DI ESECUZIONE E TRADING VENUES

Viene di seguito riportata una descrizione dei principali fattori di *best execution* selezionati dall'Istituto in quanto ritenuti i più confacenti alle caratteristiche della propria clientela, nella prospettiva dell'ottenimento per loro del miglior risultato possibile. Viene, inoltre, fornita una breve descrizione delle possibili *Trading Venues* riconosciute dalla MiFID e previste dall'Istituto 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 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* (Sedi di esecuzione);
 - Costi di *Clearing* e *Settlement*;
 - Costi eventualmente pagati a soggetti terzi coinvolti nell'esecuzione;
 - Oneri fiscali;
 - Commissioni proprie dell'intermediario.

Tale fattore assume primaria importanza in particolare per la clientela *retail*, per la quale la MiFID, al Considerando n. 67 della D2 (art. 45,5 RI), stabilisce che, il miglior risultato possibile deve essere considerato in termini di corrispettivo totale. È comunque possibile assegnare superiore importanza ad altri fattori di esecuzione qualora questi, ai fini dell'esecuzione di un particolare ordine, risultino maggiormente critici per il 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* o *quote driven*, regolamentato o non, 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: 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 deve 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 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: potrebbe avere impatto su altri fattori quali il prezzo di esecuzione, la rapidità e la probabilità di esecuzione;
 - lo strumento oggetto dell'ordine: prodotti illiquidi e/o per i quali non esistano mercati alternativi di negoziazione, ovvero prodotti caratterizzati da un elevato grado di personalizzazione rispetto alle caratteristiche/esigenze della clientela che vanno trattati in modo particolare ai fini del *best possible result*.

3.2. Trading Venues

L'art. 44,1 della D2 dispone che le possibili *Trading Venues* da inserire nella strategia di esecuzione sono: i Mercati Regolamentati, i *Multilateral Trading Facilities* (MTF), gli internalizzatori sistemati, i *market makers* o altri fornitori di liquidità (*Liquidity Provider*) o entità che svolgano in un paese terzo una funzione simile a quelle eseguite da una qualsiasi delle predette entità.

- *Mercati Regolamentati*: è 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): è 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 sistematico*: è un'impresa di investimento 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*: è un'impresa di investimento che assume l'obbligo di esporre in via continuativa proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita di strumenti finanziari.
- *Liquidity provider*: è un'impresa di investimento 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. SEZIONE SECONDA – STRATEGIA DI ESECUZIONE/TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

Nella presente sezione viene descritta la condotta dell'Istituto in relazione alle modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini rispetto agli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento prestati. A riguardo, viene dedicato un apposito paragrafo per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati (Azioni, Obbligazioni, Derivati), a loro volta suddivise in ulteriori sottoparagrafi generalmente corrispondenti al mercato di quotazione o di scambio dello strumento finanziario trattato (italiani, comunitari, non comunitari e OTC).

In particolare, per ciascun strumento finanziario viene specificato:

- il servizio di investimento prestato, ovvero se l'operatività avviene in regime di *execution* o di *transmission policy*;
- l'elenco dei fattori di esecuzione (secondo l'ordine di importanza attribuito dall'Istituto) che determinano la scelta della sede di esecuzione/del negoziatore in grado di consentire all'Istituto, in via generale, di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente;
- l'elenco delle sedi di esecuzione/dei *brokers* selezionati per ciascun strumento finanziario, indicando, se del caso, il ruolo di ICCREA Banca come "negoziatore in conto proprio" (*liquidity provider*);
- i criteri in base ai quali l'Istituto ha selezionato le sedi di esecuzione/i *brokers* ovvero ha deciso di non avvalersi di sedi/negoziatori alternativi;
- l'indicazione dettagliata dei costi e delle commissioni che verranno applicati nell'esecuzione degli ordini (cfr. allegato 1)

4.1. Azioni

Per gli strumenti finanziari azionari l'Istituto svolge il ruolo di:

- **Intermediario negoziatore** per gli ordini aventi ad oggetto **azioni quotate sui mercati regolamentati italiani**, provvedendo all'esecuzione conto terzi degli ordini sui mercati regolamentati per i quali è aderente diretto;
- **Intermediario trasmettitore** per gli ordini aventi ad oggetto **azioni quotate su mercati regolamentati (comunitari e non) per i quali l'Istituto non prevede l'adesione diretta**, bensì l'accesso mediante *brokers* terzi in grado di garantire comunque il raggiungimento degli stessi.

4.1.1. Azioni quotate sui mercati regolamentati italiani

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti principalmente mediante il **sistema di interconnessione** di Borsa Italiana ed, in via del tutto residuale, tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **Esecuzione degli ordini per conto della clientela**.

Tali ordini vengono eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. ai quali l'Istituto è aderente diretto, assicurando, pertanto, rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato.

Nello specifico le **sedi di esecuzione** (*Trading Venues*) su cui l'istituto opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

**Tabella 1 Modalità di esecuzione**

| Fattori di Esecuzione | Sedi di Esecuzione |
|---|--|
| - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento | Mercato telematico azionario (MTA) - STAR (segmento dell'MTA) |
| - Velocità di esecuzione | Mercato MTAX |
| - Probabilità di esecuzione | Mercati <i>After hours</i> : 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 buoni livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione della *total consideration*, nel rispetto di quanto stabilito dalla MiFID al considerando 67 (art. 45,5 RI).

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Borsa Italiana gestisce il principale mercato italiano nel comparto azionario ed è considerato di sostanziale importanza per il funzionamento dei mercati dei valori mobiliari e la tutela degli investitori. Secondo i dati del libro bianco dell'Unione Europea del maggio 2006³ sulla concorrenza tra i diversi mercati, Borsa Italiana rappresenta (in quanto gestisce) il Mercato Regolamentato più efficiente in Europa nel contenere i costi dei servizi di *trading* e *post-trading*. Infatti, il basso livello commissionale che caratterizza tale mercato tende ad incentivare notevolmente l'attività di *trading*, facendo sì che Borsa Italiana, settima per capitalizzazione, terza per volumi e quarta per controvalore degli scambi tra i listini europei a fine 2006, costituisce il primo mercato regolamentato di riferimento in termini di *turnover velocity* (157,5%), il rapporto tra volume del *trading* e la capitalizzazione.

Il livello commissionale contenuto è anche la conseguenza del forte grado di integrazione verticale che caratterizza Borsa Italiana. Infatti, le società che gestiscono gli scambi e le fasi successive allo scambio (Cassa di compensazione e garanzia e Monte titoli) appartengono allo stesso gruppo.

La scelta di Borsa Italiana come unica sede di esecuzione per le azioni per cui rappresenta il principale mercato di negoziazione è da ricondursi al fatto che è presumibile che, nella fase immediatamente successiva all'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi, non vi saranno ulteriori mercati che consentiranno l'esecuzione degli ordini dei clienti alle condizioni migliori, nel rispetto dei fattori di esecuzione prescelti⁴.

³ *Competition in EU securities trading and post-trading - Issues Paper*, May 2006.

⁴ La scelta delle *Trading Venues* non può prescindere dalla "offerta di luoghi di esecuzione", che a sua volta è frutto dell'evoluzione storica che hanno avuto le diverse strutture di mercato. In fase di avvio della nuova disciplina è ragionevole che la scelta privilegerà gli *Execution Arrangements* esistenti presso le imprese di investimento, anche poiché ciò consentirà di verificare quali modifiche alla struttura dei mercati europei verranno portati dalla MiFID e dove si posizionerà la liquidità nei vari segmenti di mercato. È tuttavia ragionevole aspettarsi che la liquidità e il grado di efficienza raggiunto dalle borse europee genererà una forte inerzia iniziale, tale per cui l'affermarsi di nuove sedi di esecuzione non sarà immediato, se non per l'offerta di servizi complementari a quelli delle borse esistenti (ad esempio particolari orari di negoziazione "*after hours*"). Per gli strumenti azionari e i loro derivati il punto di riferimento sono sempre state le borse. *ABI Position Paper, La strategia di esecuzione e di trasmissione degli ordini*.

Tale impostazione sarà successivamente riconsiderata, al fine di valutare l'introduzione di eventuali sedi alternative a seguito delle possibili evoluzioni della struttura dei mercati europei indotte dalla MiFID.

In sintesi, dunque, Borsa Italiana per gli strumenti finanziari azionari per i quali rappresenta il mercato principale di riferimento:

- fornisce la maggiore liquidità e trasparenza;
- consente di accedere agli scambi elettronici in modo più efficiente avendo una delle piattaforme di negoziazione più avanzate;
- garantisce il miglior processo (contesto) di formazione del prezzo degli strumenti finanziari trattati;
- fornisce adeguati servizi di *pre e post trade*;
- garantisce costi di accesso competitivi.

Gli ordini eseguiti sulle suddette sedi di esecuzione sono regolati attraverso **Monte Titoli**, che è il soggetto che svolge attività di custodia e regolamento.

Relativamente 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. L'Istituto pertanto privilegerà tali mercati nell'esecuzione degli ordini dei clienti aventi ad oggetto gli strumenti finanziari in esame.

Gli ordini trasmessi a Borsa Italiana sono sottoposti alla **tariffa applicata** dall'Istituto alla clientela e al **regime commissionale e di costi** rappresentato nella tabella allegata 1.

4.1.2. Azioni quotate sui mercati regolamentati non nazionali

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti sia mediante il **sistema di interconnessione** sia tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **Ricezione e Trasmissione ordini** a *brokers* terzi (cfr. allegato 2).

I *Brokers* assicurano l'esecuzione degli ordini nel rispetto dei fattori di esecuzione sotto elencati:

1. Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento
2. Probabilità di esecuzione
3. Velocità di esecuzione
4. Probabilità di regolamento
5. Dimensione dell'ordine
6. Natura dell'ordine

Criteri di selezione dei *brokers*

L'Istituto garantisce l'accesso ai mercati comunitari avvalendosi dei primari *brokers* internazionali. Sulla base della considerazione che ciascun mercato regolamentato di riferimento per ciascuna azione garantisca per la maggiore liquidità il miglior risultato possibile secondo l'ordine di priorità dei fattori di esecuzione definito in precedenza, la selezione degli intermediari negoziatori si fonda sulla capacità per gli stessi di avere accesso diretto a tali mercati.

Sono stati pertanto selezionati i negozianti che accedono direttamente al mercato regolamentato di riferimento per ciascuna azione quotata 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. In presenza di strumenti finanziari trattati contemporaneamente da più *brokers*, la scelta del negoziante avviene valutando quello che applica le commissioni più competitive.

La selezione dei negozianti è stata effettuata individuando prevalentemente un solo *broker* per singolo mercato regolamentato internazionale, ovvero di più *brokers* per poter garantire una continuità di servizio nelle ipotesi di eventi eccezionali legati a cadute sui sistemi di interconnessione o del canale telefonico, o per gestire in modo differenziato ordini riconducibili ad operazioni di diverso taglio (“*size*”).

Con ogni *Broker* si è proceduto a definire accordi tali da ottenere:

- la negoziazione degli ordini solo sui mercati regolamentati;
- il rispetto della *best execution* nei confronti dell’Istituto.

Gli ordini trasmessi ai suddetti *brokers* sono sottoposti alla **tariffa applicata** dall’Istituto alla clientela e al **regime commissionale e di costi** rappresentato nella tabella allegata 1.

4.1.3. Etf, Diritti, Warrant, Obbligazioni Convertibili quotati sui mercati regolamentati italiani

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti principalmente mediante il **sistema di interconnessione** di Borsa Italiana ed, in via del tutto residuale, tramite il **canale telefonico** e gestiti prestando il servizio di **Esecuzione degli ordini per conto della clientela**.

Tali ordini vengono eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. ai quali l’Istituto è aderente diretto, assicurando, pertanto, rapidità di trasmissione dell’ordine al mercato.

Nello specifico le **sedì di esecuzione** (*Trading Venues*) su cui l’istituto opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 2 Modalità di esecuzione

| Fattori di Esecuzione | Sedi di Esecuzione |
|--|---|
| - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento - Velocità di esecuzione - Probabilità di esecuzione - Probabilità di regolamento - Natura dell’ordine - Dimensione dell’ordine | Mercato telematico azionario (MTA) - MTF (segmento dell'MTA) |

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da buoni livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione della *total consideration*, nel rispetto di quanto stabilito dalla MiFID al considerando 67 (art. 45,5 RI).

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Borsa Italiana gestisce il principale mercato regolamentato italiano nel comparto degli ETF e presenta un livello commissionale estremamente contenuto, diretta conseguenza del forte grado di integrazione verticale che la caratterizza.

La scelta di Borsa Italiana come unica sede di esecuzione è da ricondursi al fatto che è presumibile che, nella fase immediatamente successiva all'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi, non vi saranno ulteriori mercati che consentiranno l'esecuzione degli ordini dei clienti alle condizioni migliori, nel rispetto dei fattori di esecuzione prescelti.

Tale impostazione sarà successivamente riconsiderata, al fine di valutare l'introduzione di eventuali sedi alternative a seguito alle possibili evoluzioni della struttura dei mercati europei indotte dalla MiFID.

In sintesi, dunque, Borsa Italiana per gli strumenti finanziari per i quali rappresenta il mercato principale di riferimento:

- fornisce la maggiore liquidità e trasparenza;
- consente di accedere agli scambi elettronici in modo più efficiente avendo una delle piattaforme di negoziazione più avanzate;
- garantisce il miglior processo (contesto) di formazione del prezzo degli strumenti finanziari trattati;
- fornisce adeguati servizi di *pre e post trade*;
- garantisce costi di accesso competitivi.

Gli ordini eseguiti sulle suddette sedi di esecuzione sono regolati attraverso **Monte Titoli**, che è il soggetto che svolge attività di custodia e regolamento.

Gli ordini trasmessi a Borsa Italiana sono sottoposti alla **tariffa applicata** dall'Istituto alla clientela e al **regime commissionale e di costi** rappresentato nella tabella allegata 1.

4.1.4. ETF quotati sui mercati regolamentati non nazionali

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti principalmente mediante il **sistema di interconnessione** ed, in via del tutto residuale, tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **Ricezione e Trasmissione ordini** a brokers terzi, cfr. allegato 2. I **Brokers** assicurano l'esecuzione degli ordini nel rispetto dei fattori di esecuzione sotto elencati:

1. Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento
2. Probabilità di esecuzione
3. Velocità di esecuzione
4. Probabilità di regolamento
5. Dimensione dell'ordine
6. Natura dell'ordine

Criteri di selezione dei *brokers*

Per tale categoria di strumenti finanziari è stato selezionato il negoziatore in grado di ottenere il raggiungimento del miglior risultato possibile secondo l'ordine di priorità dei fattori di esecuzione definito in precedenza. In particolare, è 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. La scelta del negoziatore a cui affidarsi avviene valutando quello che applica le commissioni più competitive.

La scelta è stata effettuata individuando un solo *broker* per il mercato di riferimento con cui è stato definito un accordo tale da consentire:

- la negoziazione degli ordini solo sui mercati regolamentati;
- il rispetto della *best execution* nei confronti dell'Istituto.

Gli ordini trasmessi al suddetto *broker* sono sottoposti al **regime commissionale e di costi** rappresentati nell'allegato 1.

4.2. *Obbligazioni e Titoli di Stato*

Per gli strumenti finanziari obbligazionari l'Istituto svolge il ruolo di:

- **Intermediario negoziatore** per l'esecuzione degli ordini conto terzi aventi ad **oggetto obbligazioni quotate sui mercati regolamentati italiani (Borsa Italiana S.p.A.)** per i quali è aderente diretto e per l'esecuzione degli ordini conto terzi aventi ad oggetto obbligazioni quotate su Hi-MTF per i quali è aderente diretto.

Per i titoli quotati in entrambi i mercati (Borsa Italiana e Hi-MTF) la sede di esecuzione esclusiva sarà Borsa Italiana alla luce del criterio guida adottato dall'Istituto di privilegiare la sede di esecuzione principale dove il titolo è negoziato.

- **Internalizzatore non sistematico** per gli ordini aventi ad oggetto **obbligazioni non quotate o quotate su mercati regolamentati non nazionali**. Si precisa che per tali strumenti, la quotazione su tali mercati normalmente non garantisce un'adeguata liquidità per assicurare la negoziazione in modo continuativo ed adeguato alle esigenze della clientela. Pertanto, al momento, gli scambi sono concentrati al di fuori delle sedi di negoziazione regolamentate. In particolare, l'Istituto provvede alla negoziazione in contropartita diretta degli ordini con la clientela, senza tuttavia qualificarsi come Internalizzatore Sistematico per gli strumenti finanziari in esame.

Si segnala che l'Istituto, nell'ambito del **sistema multilaterale di negoziazione Hi-MTF** avente ad oggetto Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato Quotati, ricopre anche il ruolo di **Market Maker**.

4.2.1. **Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato Quotati sui Mercati Regolamentati Italiani (Borsa Italiana)**

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti principalmente mediante il **sistema di interconnessione** ed inviati in Borsa Italiana ed, in via del tutto residuale, tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **Esecuzione degli ordini per conto della clientela**.

Tali ordini vengono eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. ai quali l'Istituto è aderente diretto, assicurando, pertanto, rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato.

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

Tabella 3 Modalità di esecuzione



| Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità) | Sedi di Esecuzione |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">- Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento- Velocità di esecuzione- Probabilità di esecuzione- Probabilità di regolamento- Natura dell'ordine- Dimensione dell'ordine | 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, art. 44,3 D2 (art. 45,5 RI), attribuendo primaria importanza alla *total consideration*. 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).

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Borsa Italiana gestisce il principale mercato regolamentato italiano nel comparto obbligazionario.

In particolare:

- fornisce la maggiore liquidità e trasparenza;
- consente di accedere agli scambi elettronici in modo più efficiente avendo una delle piattaforme di negoziazione più avanzate;
- garantisce il miglior processo (contesto) di formazione del prezzo degli strumenti finanziari trattati;
- fornisce adeguati servizi di *pre e post trade*;
- garantisce un accesso a costi competitivi.

Allo stato attuale, in Italia il mercato regolamentato che consenta di offrire in modo sistematico un servizio di investimento che garantisca l'esecuzione degli ordini alle condizioni migliori, nel rispetto dei fattori di esecuzione prescelti è costituito dal MOT e dall'Euromot.

Infatti, tale mercato consente all'Istituto di continuare ad operare efficientemente e ad utilizzare gli *arrangements* già posti in essere. È inoltre presumibile che tale situazione permarrà anche nella fase immediatamente successiva all'introduzione della MiFID.

Tale impostazione sarà successivamente riconsiderata, al fine di valutare l'introduzione di eventuali sedi alternative a seguito delle possibili evoluzioni della struttura dei mercati europei indotte dalla MiFID.

In linea con quanto indicato nella premessa, anche per questa operatività, eventuali istruzioni specifiche possono essere negoziate su una delle sedi di esecuzione incluso anche la negoziazione in conto proprio da parte dell'Istituto come internalizzatore non sistematico.

Gli ordini trasmessi a Borsa Italiana sono sottoposti alla **tariffa applicata** dall'Istituto alla clientela e al **regime commissionale e di costi** rappresentato nella tabella allegata 1.

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

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti principalmente mediante il sistema di interconnessione ed inviati nel mercato Hi-MTF ed, in via del tutto residuale tramite il canale telefonico, gestiti dall'Istituto prestando il servizio di *esecuzione degli ordini per conto della clientela*.

Tali ordini vengono eseguiti esclusivamente sul sistema multilaterale di negoziazione gestito dalla società Hi-MTF Sim S.p.A., al quale l'Istituto è aderente diretto.

Le **sedi di esecuzione** (*Execution Venues*) su cui l'istituto 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 Modalità di esecuzione

| Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità) | Sedi di Esecuzione |
|---|--------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento - Velocità di esecuzione - Probabilità di esecuzione - Probabilità di regolamento - Natura dell'ordine - Dimensione dell'ordine | 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 alla *total consideration*. 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).

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Hi-MTF Sim S.p.A. organizza e gestisce un sistema multilaterale di negoziazione (o Multilateral Trading Facilities) denominato "Hi-Mtf".

E' un mercato per la negoziazione di strumenti finanziari che offre garanzie di trasparenza, liquidità ed efficienza.

La tipologia del mercato è "Quote-driven" ed i contratti si concludono "applicando" le proposte dei Market Makers.

Le negoziazioni si svolgono attraverso l'abbinamento automatico tra le proposte di negoziazione dei market makers (QUOTE) e quelle degli Aderenti Diretti (ORDINI).

L'abbinamento avviene esclusivamente tra Quote e Ordini.

In linea con quanto indicato nella premessa, anche per questa operatività, eventuali ordini con istruzioni specifiche possono essere eseguiti su sedi di esecuzione alternative rispetto a quelle previste, inclusa anche la negoziazione in conto proprio da parte dell'Istituto come internalizzatore non sistematico.

Gli ordini trasmessi a Borsa Italiana e a Hi-MTF sono rispettivamente sottoposti alla tariffa applicata dall'Istituto alla clientela e al regime commissionale e di costi rappresentato nella tabella allegata 1.

4.2.3. Obbligazioni non quotate o quotate su mercati regolamentati non nazionali

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti principalmente mediante il **sistema di interconnessione** ed, in via del tutto residuale, tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **negoziazione in conto proprio** senza ricoprire, tuttavia, il ruolo di Internalizzatore Sistematico.

La **sede di esecuzione** (*Execution Venues*) su cui l'istituto opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Si precisa, inoltre che, in linea con quanto indicato nella premessa, anche per questa operatività, eventuali istruzioni specifiche possono essere negoziate su una delle sedi di esecuzione incluso anche la negoziazione in conto proprio da parte dell'Istituto come internalizzatore non sistematico.

Tabella 4 Modalità di esecuzione

| Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità) | Sedi di Esecuzione |
|--|--------------------|
| - Probabilità di esecuzione - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento - Velocità di esecuzione - Probabilità di regolamento - Natura dell'ordine - Dimensione dell'ordine | Conto Proprio |

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Attualmente la maggioranza degli scambi per le obbligazioni non quotate o quotate sui mercati comunitari e non comunitari, avviene *Over The Counter* (di seguito "OTC"), al **telefono** o **tramite piattaforme elettroniche** di *trading*, non riconosciute oggi come Mercati Regolamentati.

In tale contesto il processo di formazione del prezzo tiene conto:

- dei prezzi indicativi, quali *benchmark*, proposti dai contributori attivi;
- del *fair value* determinato attraverso un modello interno di valutazione.

A maggior dettaglio, di seguito, si offre un quadro di sintesi degli elementi di determinazione del prezzo:

1. nel primo caso, il prezzo proposto dall'Istituto tiene conto delle quotazioni esposte sui principali circuiti di *trading* elettronico per le obbligazioni (ad es. *Bloomberg, Tradeweb, Reuters, etc.*), ovvero delle piattaforme elettroniche che permettono di operare con i maggiori operatori di mercato. Con tale espressione si intendono i negozianti che hanno dimostrato nel tempo la maggiore probabilità di esecuzione degli ordini, mediante una modalità operativa "*quote driver*" non vincolante, intesa come la formulazione di quotazioni indicative di acquisto e di vendita per determinate quantità sui titoli scambiabili.
2. nel secondo caso, utilizzato nell'eventuale indisponibilità del criterio sopra citato, il prezzo proposto dall'Istituto è funzione di **modelli interni di valutazione** che consentono di determinare il *fair value* dello strumento finanziario, sulla base di benchmark di mercato, delle caratteristiche del titolo intese come tipologia dello strumento finanziario (*senior, subordinato, tasso fisso, tasso variabile, zero coupon, etc.*), *rating* dell'emittente (*investment grade/non investment grade*), eventuali ulteriori informazioni acquisite dal mercato sull'emittente e/o sul titolo, durata, andamento del settore di appartenenza dell'emittente.

4.3. Pronti Contro Termine

Per i prodotti finanziari in oggetto l'Istituto svolge il ruolo di **liquidity provider** (internalizzatore non sistematico), con particolare riferimento agli ordini dei clienti aventi ad oggetto Pronti Contro Termine scambiati fuori da un mercato regolamentato. *In particolare, l'Istituto provvede alla negoziazione in contropartita diretta degli ordini con la clientela, senza tuttavia qualificarsi come Internalizzatore Sistematico per i prodotti finanziari in esame.*

4.3.1. Pronti Contro Termine non negoziati su mercati regolamentati

Gli ordini relativi ai prodotti finanziari in esame vengono raccolti tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **Esecuzione in conto proprio** senza ricoprire, tuttavia, il ruolo di Internalizzatore Sistematico.

La **sede di esecuzione** (*Execution Venues*) su cui l'istituto opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 5 Modalità di esecuzione

| Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità) | Sedi di Esecuzione |
|---|--------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> - Velocità di esecuzione - Probabilità di esecuzione - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento - Probabilità di regolamento - Natura dell'ordine - Dimensione dell'ordine | Conto Proprio |

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* (art. 45,5 RI). In particolare, ai sensi del considerando 67 della D2, 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 prodotti finanziari in esame è rappresentata dal conto proprio, *Venue* utilizzata in quanto permette di ottenere vantaggi in termini di:

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

Per i Pronti Contro Termine non esistono mercati regolamentati sui quali è possibile inviare gli ordini della clientela al dettaglio (l'unico mercato esistente ad oggi è un mercato all'ingrosso) ed inoltre questi prodotti possono presentare un significativo grado di personalizzazione in termini di sottostanti/scadenze scelte dal cliente, traducibili in una maggiore difficoltà nel consentire l'esecuzione sulla base di offerte disponibili sul mercato.

Sarà comunque cura dell'Istituto operare a "prezzi di mercato" competitivi, qualora le modalità di esecuzione dei PCT si concretizzino "a pronti" 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.

4.4. Derivati

Per gli strumenti finanziari in oggetto l'Istituto svolge il duplice ruolo di:

- **intermediario negoziatore** per gli ordini aventi ad oggetto **derivati quotati sui mercati regolamentati italiani**. In tale circostanza, l'Istituto provvede all'esecuzione conto terzi degli ordini sui mercati regolamentati per i quali è aderente diretto;
- **intermediario trasmettitore** per gli ordini aventi ad oggetto **derivati quotati su mercati regolamentati (comunitari e non) per i quali l'Istituto non prevede l'adesione diretta**, bensì l'accesso mediante *broker* terzi in grado di garantire comunque il raggiungimento degli stessi.

4.4.1. Derivati quotati sui mercati regolamentati italiani (Covered Warrant, Certificates, Opzioni, Futures ecc...)

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti sia mediante il **sistema di interconnessione** di Borsa Italiana ed, in via del tutto residuale, sia tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di ***Esecuzione degli ordini per conto della clientela***.

Tali ordini vengono eseguiti esclusivamente sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A. al quale l'Istituto è aderente diretto, assicurando, pertanto, rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato.

Nello specifico le **sedes di esecuzione** (*Execution Venues*) su cui l'istituto opera ed i **fattori di esecuzione** sulla base dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Tabella 6 *Modalità di esecuzione*

| Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità) | Sedi di Esecuzione |
|---|--|
| -Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento | Mercato Telematico dei Securitised Derivatives (SeDex) |
| -Velocità di esecuzione | Mercato degli strumenti derivati (IDEM) |
| -Probabilità di esecuzione | |
| -Probabilità di regolamento | |
| -Natura dell'ordine | |
| -Dimensione dell'ordine | |

Trattandosi di strumenti negoziati prevalentemente o unicamente su mercati regolamentati e caratterizzati generalmente da buoni livelli di liquidità in termini di volumi di scambio, è stata attribuita maggior importanza alla valutazione della *total consideration*, nel rispetto di quanto stabilito dalla MiFID al considerando 67 (art. 45,5 RI).

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Borsa Italiana gestisce il principale mercato regolamentato italiano nel comparto derivati. In particolare:

- fornisce la maggiore liquidità e trasparenza;
- consente di accedere agli scambi elettronici in modo più efficiente avendo una delle piattaforme di negoziazione più avanzate;
- garantisce il miglior processo (contesto) di formazione del prezzo degli strumenti finanziari trattati;
- fornisce adeguati servizi di *pre e post trade*;
- fornisce l'accesso ai costi competitivi.

La scelta di Borsa Italiana come unica sede di esecuzione per i derivati ivi negoziati per cui rappresenta il principale mercato di negoziazione è da ricondursi al fatto che è presumibile che, nella fase immediatamente successiva all'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi, non vi saranno ulteriori mercati, su tali prodotti, che consentiranno l'esecuzione degli ordini dei clienti alle condizioni migliori, nel rispetto dei fattori di esecuzione prescelti

Tale impostazione sarà successivamente riconsiderata, al fine di valutare l'introduzione di eventuali sedi alternative a seguito delle possibili evoluzioni della struttura dei mercati indotte dalla MiFID.

Gli ordini trasmessi a Borsa Italiana sono sottoposti alla **tariffa applicata** dall'Istituto alla clientela e al **regime commissionale e di costi** rappresentato nella tabella allegata 1.

4.4.2. Derivati quotati sui mercati regolamentati non nazionali (Covered Warrant, Certificates, Opzioni, Futures ecc...)

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti sia mediante il **sistema di interconnessione** ed, in via del tutto residuale, sia tramite il **canale telefonico** e gestiti dall'Istituto prestando il servizio di **Ricezione e Trasmissione ordini** a brokers terzi (cfr. allegato 2).

I *Brokers* assicurano l'esecuzione degli ordini nel rispetto dei fattori di esecuzione sotto elencati:

1. Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento
2. Probabilità di esecuzione
3. Velocità di esecuzione
4. Probabilità di regolamento
5. Dimensione dell'ordine
6. Natura dell'ordine

Criteri di selezione dei *brokers*

Per tale categoria di strumenti finanziari viene selezionato il negoziatore in grado di conseguire il raggiungimento del miglior risultato possibile secondo l'ordine di priorità dei fattori di esecuzione definito in precedenza. In particolare, è 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.

La scelta è stata effettuata individuando un solo *broker* per il mercato di riferimento con cui è stato definito un accordo tale da consentire:

- la negoziazione degli ordini solo sui mercati regolamentati;
- il rispetto della *best execution* nei confronti dell'Istituto.

Gli ordini trasmessi al suddetto *broker* sono sottoposti al **regime commissionale e di costi** rappresentati nell'allegato 1.

4.4.3. Derivati non quotati

Le operazioni su strumenti finanziari derivati non quotati, negoziate tra l'Istituto e le Controparti anche per conto della loro clientela, **sono caratterizzate da un elevato grado di personalizzazione**.

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame vengono raccolti tramite **canale telefonico o altro supporto informatico** e gestiti prestando il servizio di **negoziazione per conto proprio**.

L'operazione è dunque eseguita in "*contropartita diretta*", attraverso una relazione contrattuale adattata alle caratteristiche e alle esigenze manifestate dal cliente.

La sede di esecuzione su cui l'Istituto opera e che garantisce in modo duraturo l'ottenimento del miglior risultato possibile è, dunque, rappresentata dal **conto proprio**.

Di seguito, i **fattori di esecuzione** in ragione dei quali vengono eseguiti gli ordini della clientela.

Tabella 8 *Modalità di esecuzione*

| Fattori di Esecuzione (in ordine di priorità) | Sedi di Esecuzione |
|--|---------------------------|
| Natura dell'Ordine | Conto Proprio |

Il fattore di esecuzione, sopra evidenziato, è stato definito nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, in deroga al principio che prevede di attribuire primaria importanza alla *total consideration* per la clientela retail (art. 45,5 RI) e in ragione del considerando 67 della D2, ove è fatta salva la possibilità di assegnare maggiore importanza agli altri fattori di esecuzione rispetto

alla somma di prezzo e costi laddove questi altri fattori siano necessari per fornire il miglior risultato possibile.

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

La scelta del conto proprio quale unica sede di esecuzione è riconducibile alla natura dello strumento finanziario oggetto della negoziazione. Quest'ultimo, infatti, si caratterizza per un elevato grado di personalizzazione cui si fa fronte mediante una struttura appositamente dedicata ed in grado di offrire un prodotto idoneo a soddisfare le diverse e molteplici esigenze del cliente.

La determinazione del prezzo

L'Istituto provvede alla determinazione del prezzo degli strumenti finanziari derivati oggetto della presente sezione, mediante l'ausilio di **modelli proprietari** e l'utilizzo di **dati di mercato** provenienti da individuate e formalizzate fonti informative.

Tali **modelli di pricing** sono sviluppati da funzioni aziendali dedicate o alternativamente sono nativi nelle procedure informatiche utilizzate dall'Istituto mentre i **dati di mercato** provengono da fonti informative rappresentative dei valori di mercato.

Il **modello di pricing** è oggetto di certificazione da parte della Direzione Risk Management di Gruppo istituita presso la Capo Gruppo, Iccrea Holding S.p.A., secondo una procedura opportunamente formalizzata.

Il **giudizio di congruità** sul modello di pricing è quindi sempre subordinato alla verifica che la tecnica valutativa utilizzata sia di riferimento nel mercato finanziario e accurata nella formulazione del prezzo.

Il prezzo, determinato come descritto nella presente sezione, non è gravato da costi o oneri commissionali.

4.5. 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.

5. SEZIONE TERZA – CRITERI DI GESTIONE DEGLI ORDINI E DELLA STRATEGIA

5.1. Modalità operativa di gestione degli ordini

L'Istituto raccoglie ed esegue/trasmette gli ordini della clientela nel rispetto dell'ordine temporale con cui pervengono.

L'Istituto opera prevalentemente tramite sistemi di interconnessione diretta o tramite internet sui mercati regolamentati dove è aderente diretto e si avvale del canale telefonico per la raccolta degli ordini da tramitare sui mercati regolamentati internazionali mediante broker prescelti o in presenza di istruzioni specifiche impartite dalla clientela professionale.

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

5.2. Attestazione dell'esecuzione alle migliori condizioni

L'istituto, su richiesta del cliente fornirà la documentazione attestante l'esecuzione/trasmissione dell'ordine nel rispetto della Execution/Transmission Policy tempo per tempo adottata.

5.3. Revisione della strategia di esecuzione

L'Istituto riesamina la strategia di esecuzione/trasmissione con periodicità almeno annuale, e comunque ogni qualvolta si verifichi una modifica rilevante tale da influire sulla capacità di ottenere il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi/broker inclusi nella strategia stessa.

ALLEGATI

- **1. Condizioni economiche proposte alla clientela di Iccrea Banca S.p.A.**
- **2. Broker utilizzati per gli strumenti quotati sui singoli mercati non nazionali (Azioni, ETF, Covered Warrants, Certificates, Futures, Opzioni ecc...)**

ALLEGATO 2:

- Broker utilizzati per gli strumenti quotati sui singoli mercati non nazionali
(Azioni, ETF, Covered Warrants, Certificates ecc...)

| BROKER | MERCATO |
|-----------------|--------------------------|
| Credit Agricole | Austria |
| Credit Agricole | Finlandia |
| Credit Agricole | Spagna |
| Credit Agricole | Gran Bretagna AIM |
| Credit Agricole | Portogallo |
| Deutsche bank | Germania (Borse Reg. li) |
| Goldman Sachs | USA |
| Goldman Sachs | Francia |
| Goldman Sachs | Olanda |
| Goldman Sachs | Germania (Xetra) |
| Instinet | Belgio |
| Instinet | Danimarca |
| Instinet | Norvegia |
| Instinet | Svezia |
| Instinet | Svizzera |
| Instinet | Gran Bretagna |
| Instinet | Giappone |
| Instinet | Hong Kong |
| Instinet | Irlanda |
| Instinet | Canada |
| Instinet | Grecia |
| Instinet | Australia |
| Instinet | Singapore |

- Futures e Opzioni

| BROKER | MERCATO |
|-----------------|------------------------|
| Lehman Brothers | EUREX CBOT LIFFE |