

CASSA RURALE DI LEDRO

Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini

Data 29.10.2007

Aggiornata in data **12/10/2012**

Indice

PREMESSA	3
1. RELAZIONI CON ALTRE NORME E DOCUMENTI.....	5
2. PRINCIPI GUIDA PER L'ESECUZIONE DEGLI ORDINI.....	7
3. RIFERIMENTI NORMATIVI	8
4. FATTORI DI ESECUZIONE E SEDI DI ESECUZIONE (TRADING VENUES)	10
4.1. FATTORI RILEVANTI PER LA DISCIPLINA DELLA <i>BEST EXECUTION</i>	11
4.2. SEDI DI ESECUZIONE (TRADING VENUES)	12
5. STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI	13
5.1. RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI.....	14
AZIONI ED ETF QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI	16
AZIONI ED ETF QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI COMUNITARI E NON COMUNITARI .	18
OBBLIGAZIONI OBBLIGAZIONI, EURO-OBBLIGAZIONI E TITOLI DI STATO QUOTATI SUI	
MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI	19
OBBLIGAZIONI QUOTATE SUI MERCATI REGOLAMENTATI COMUNITARI QUOTATE SUI MERCATI NON	
COMUNITARI NON QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI.....	20
DERIVATI QUOTATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI.....	21
<i>DERIVATI</i> QUOTATI SUI MERCATI COMUNITARI.....	22
DERIVATI NON QUOTATI SU MERCATI REGOLAMENTATI.....	23
5.2. NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO	23
OBBLIGAZIONI NON QUOTATE DI PROPRIA EMISSIONE, TITOLI DI STATO QUOTATI SUI	
MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI, PRONTI CONTRO TERMINE NON NEGOZIATI SU MERCATI	
REGOLAMENTATI TITOLI QUOTATI/NON QUOTATI DI EMITTENTI NAZIONALI E SOVRANNAZIONALI	25
6. MONITORAGGIO DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI	
ORDINI.....	28
6.1. MODALITÀ OPERATIVA DI ESECUZIONE DELLE DISPOSIZIONI	28
6.2. MONITORAGGIO DELL'ESECUZIONE ALLE MIGLIORI CONDIZIONI	29
6.3. REVISIONE DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE	30
ALLEGATI.....	29

PREMESSA

Il 21 aprile 2004 è stata approvata dal Parlamento europeo la direttiva 2004/39/CE "Markets in Financial Instruments Directive" (MiFID) relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che rappresenta la normativa quadro relativa ai mercati degli strumenti finanziari ed esplicita le linee guida della legislazione che trovano attuazione nella regolamentazione di II e III livello. Successivamente si è avuta l'emanazione delle misure tecniche di esecuzione attraverso la Direttiva 2006/73/CE, recante le modalità di esecuzione della direttiva quadro in tema di requisiti organizzativi e modalità operative dell'impresa, e il Regolamento n. 1287/2006 recante le modalità di esecuzione della direttiva quadro in merito agli obblighi di attestazione delle operazioni, della trasparenza del mercato, dell'ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari (normativa di II Livello). Tale riforma entrerà in vigore nei mercati dell'Unione Europea il prossimo 1 novembre 2007, 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, garantendo 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 sistemati e non sistemati).

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 Cassa Rurale, tra i quali assume assoluta rilevanza la capacità di valutare e confrontare dinamicamente tra loro le diverse sedi di esecuzione (*trading venues*) per poter indirizzare gli ordini laddove sia assicurato il raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente (c.d. principio di *best execution*).

Al fine di rispettare tale principio, l'art. 21,1 della direttiva impone agli intermediari ad adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti. Pertanto dovrà essere definita ed attuata una strategia di esecuzione degli ordini dei clienti, la quale deve, tra l'altro, specificare per ciascuna categoria di strumento finanziario le informazioni riguardanti le sedi di esecuzione che permettono di ottenere, in modo duraturo, il miglior risultato in termini di esecuzione degli ordini e i fattori che influenzano tale scelta.

La disciplina della best execution si riferisce non solo ai servizi di esecuzione clienti e negoziazione per conto proprio, ma anche, fatte le debite distinzioni, al servizio di ricezione e trasmissione ordini.

Inoltre, per quanto non sia dettata una puntuale disciplina della best execution con riguardo al collocamento, la Cassa Rurale si impegna nella prestazione di tale servizio, al rispetto dei principi generali di adottare, nell'interesse del cliente, un comportamento chiaro, corretto e professionale.

In linea con tali disposizioni, il presente documento descrive riguardo a ciascuna tipologia di servizi prestati e di strumento finanziario offerto 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 da Cassa Rurale di Ledro (di seguito anche la Cassa).

In particolare, sarà di seguito rappresentata:

- la **Strategia di Trasmissione (c.d. Transmission Policy)** che la Cassa si impegna a rispettare quando presta il servizio di "Ricezione e Trasmissione Ordini", redatta conformemente a quanto previsto dall' art. 48 del nuovo Regolamento Consob Intermediari (art. 45, Direttiva 2006/73/CE);
- la **Strategia di Esecuzione (c.d. Execution Policy)** che la Cassa si impegna ad adottare nell'esecuzione degli ordini dei clienti, al fine di garantire il rispetto dell'obbligo di *best execution* ai sensi del Regolamento Consob Intermediari (art. 21, Direttiva 2004/39/CE) (;
- le **Modalità di monitoraggio e revisione** della propria Strategia di esecuzione degli ordini, ai sensi del Regolamento Consob Intermediari (art. 45, comma 6, Direttiva 2006/73/CE).

Il presente documento si articola nel seguente modo:

1. descrizione dei fattori di esecuzione, delle controparti e delle sedi di negoziazione prese in considerazione dalla Cassa per il raggiungimento del miglior risultato possibile (*best possible result*) per il cliente;
2. descrizione della condotta della Cassa in relazione alle modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini. Se lo strumento finanziario è negoziato direttamente dalla Cassa Rurale di Ledro, eseguendolo in conto proprio (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, che determinano la scelta della sede di esecuzione ai fini della ricerca del miglior risultato possibile;
 - i criteri in base ai quali la Cassa Rurale ha deciso di non avvalersi di sedi alternative;

- l'indicazione dei costi e delle commissioni che verranno applicati nell'esecuzione degli ordini.

Se lo strumento finanziario è 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 Cassa, che determinano la scelta del negoziatore che consente alla Cassa stessa di ottenere il miglior risultato possibile;
- il negoziatore individuato per ciascun strumento finanziario;
- le motivazioni in base alle quali è stato selezionato il *broker*;
- l'indicazione dei costi e delle commissioni che verranno applicati alla clientela.

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 Cassa effettua i controlli per il rispetto del principio di esecuzione alle migliori condizioni;
- la periodicità e le modalità con cui la Cassa, anche a fronte di mutate condizioni di mercato, riesamina la strategia di esecuzione degli ordini;
- le modalità con cui sono gestite le richieste della clientela per dimostrare l'esecuzione alle condizioni migliori.

1. RELAZIONI CON ALTRE NORME E DOCUMENTI

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

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

In particolare:

- la Strategia (Policy) **per le gestione dei Conflitti d'interesse** definisce il complesso delle misure organizzative adottate per individuare, contenere e gestire i conflitti d'interesse tra la Cassa Rurale e gli investitori. In quanto tali, i principi contenuti in tale documento devono ispirare ogni comportamento operativo nell'erogazione dei servizi di investimento;
- la Strategia (Policy) **di Classificazione della Clientela** definisce le regole in base alle quali la Cassa Rurale, sulla base della natura e delle caratteristiche dei clienti, inquadra gli stessi nella categoria dei clienti al dettaglio, clienti professionali o controparti qualificate. Tali regole permettono di adottare il livello di tutela adeguato alla classificazione operata;
- la Strategia (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 Strategie (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.

Al 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 Cassa Rurale, i documenti in questione sono recepiti ed ufficializzati nei modi d'uso in apposita Disposizione interna.

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

Le linee guida previste per la strategia di gestione degli ordini devono 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 Cassa Rurale adotta ai sensi del Regolamento Consob Intermediari.

Tale Documento di sintesi dovrà essere fornito in tempo utile al cliente, su supporto durevole, prima della prestazione dei servizi di investimento, affinché lo stesso possa effettuare una propria valutazioni sulla strategia e quindi sull'intermediario, per verificare che soddisfi in modo adeguato le proprie esigenze.

La Cassa Rurale è obbligata a ottenere il consenso preliminare del cliente alla propria strategia di esecuzione:

- nell'ipotesi in cui presti i servizi di esecuzione ordini (in conto proprio e/o in conto clienti)
- per le operazioni effettuate al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (MTF); in tale caso risulta obbligatorio ottenere il consenso preliminare esplicito e quindi con firma di un'apposita dichiarazione.

Dato che Cassa Rurale di Ledro offre sia il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, sia quello di negoziazione in conto proprio ed esecuzione di ordini per conto dei clienti, si ritiene opportuno raccogliere, dai propri clienti, il consenso in merito alla Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini e all'operatività fuori mercato.

Al fine di salvaguardarne la qualità, la presente Strategia, è altresì sottoposta periodicamente ad un esame di coerenza con tutti i principi ed i valori adottati, 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 sono eseguite dalla Cassa Rurale di Ledro in modo rapido, onesto, equo e professionale, al fine di garantire un'elevata qualità di esecuzione degli ordini nonché preservare l'integrità e l'efficienza dei mercati; la Cassa Rurale attua dispositivi idonei a garantire la continuità e la regolarità nella prestazione del servizio, utilizzando sistemi, risorse e procedure appropriati e proporzionati.

La Cassa Rurale di Ledro ha preventivamente individuato, per ciascuna categoria di strumenti finanziari trattati, la controparte o *broker* o *negoziatore* a cui trasmettere gli ordini nonché il portafoglio di proprietà (negoziazione in conto proprio) che le consentono di ottenere in maniera duratura il miglior risultato possibile nell'esecuzione delle disposizioni.

La strategia di esecuzione illustra le modalità con cui gli ordini relativi a ciascuno strumento finanziario sono eseguiti per il raggiungimento del miglior risultato possibile per la propria clientela, nel rispetto delle condizioni di mercato vigenti 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 nei quali le medesime controparti qualificate richiedano un livello maggiore di protezione per se stesse.

- ✓ tale strategia prevede, per talune fattispecie di ordini, la possibilità che gli stessi siano eseguiti al di fuori sia dei Mercati Regolamentati, sia degli MTF, ponendosi quindi in contropartita diretta con la clientela (c.d. operazioni *over the counter* – OTC). La Cassa Rurale si impegna ad eseguire tale tipologia di ordini solo dopo aver raccolto il consenso preliminare ed esplicito del cliente prima della prestazione del servizio;
- ✓ ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, la Cassa Rurale è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni anche in deroga alla propria Strategia di esecuzione. In particolare:
 - se l'ordine ha istruzioni specifiche (a titolo esemplificativo, il cliente potrebbe indicare la sede di esecuzione su cui acquistare gli strumenti finanziari, la quantità, il prezzo, etc.), la Cassa 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 Cassa, 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 sede di esecuzione), la Cassa 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 Cassa 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 Cassa 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 ad una controparte o su una sede di esecuzione non presente nella propria strategia di esecuzione) potrebbe emergere se si considerano le diverse dinamiche esistenti tra la tempistica con la quale evolvono le condizioni di mercato e i tempi amministrativi interni necessari per realizzare l'aggiornamento delle policy e delle relative comunicazioni al cliente, oppure in caso di momentanee interruzioni dei sistemi di esecuzione che rendano impossibile negoziare nei termini indicati dalla strategia di esecuzione;

- ✓ la Cassa, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, esegue gli ordini impartiti dai clienti privilegiando per il tramite del broker selezionato la sede maggiormente liquida.

3. RIFERIMENTI NORMATIVI

Nella presente sezione sono riportati i riferimenti normativi più significativi relativi al T.U.F. (D. Lgs. 58/1998) e al Regolamento Consob Intermediari aggiornati sulla base delle nuove disposizioni comunitarie. Sono, 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).

Ai sensi del Regolamento Intermediari la Cassa 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 (c.d. 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 individuare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le sedi (c.d. execution venues) che permettano di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini e garantire, sulla base dei fattori di esecuzione adottati e della loro priorità, la scelta della sede di esecuzione che garantisca il miglior risultato possibile per i clienti.

Al fine di determinare quali execution venues devono essere incluse nella strategia di gestione degli ordini, 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; tali commissioni, invece, devono essere valutate nel processo di selezione della sede di esecuzione a cui inoltrare gli ordini dei clienti.

Inoltre 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 Cassa 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 Cassa 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 Cassa è soggetta, come l'esecuzione degli ordini dei clienti, ai nuovi obblighi introdotti dalla MiFID ed in particolare a quelli inerenti all'esecuzione alle condizioni migliori. A tal proposito normativamente per "negoziazione 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*". Tale definizione consente di evidenziare due innovazioni rispetto alla 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, 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 "negoiazione per conto proprio".

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, nei 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 legate all'esecuzione di ordini aventi ad oggetto particolari tipi di strumenti finanziari.

In merito alla prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli, il Regolamento Intermediari 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 quali a) le caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale; b) le caratteristiche dell'ordine del cliente; c) le caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto di tale ordine; d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali tale ordine può essere diretto". Tale obbligo è, tuttavia, meno stringente per i servizi in questione in quanto né ai gestori/raccoglitori, né ai broker viene richiesta una duplicazione degli sforzi per il conseguimento della best execution, fatta eccezione per il gestore/raccoglitore che esegue direttamente gli ordini della clientela. In tal ultimo caso si applicano le regole di best execution stabilite per i negozianti.

Il Regolamento Intermediari, nel prevedere che i raccoglitori/gestori devono stabilire ed applicare una politica che consenta loro di conformarsi agli obblighi derivanti dalla disciplina sulla best execution, obbliga tali soggetti ad individuare, 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 del Regolamento Intermediari la Cassa riesamina le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale e 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 del Regolamento Intermediari, la Cassa deve essere in grado di dimostrare ai propri clienti, qualora questi ne facciano richiesta, che gli ordini sono stati eseguiti in conformità alla strategia di esecuzione adottata.

4. FATTORI DI ESECUZIONE E SEDI DI ESECUZIONE (TRADING VENUES)

E' di seguito riportata una descrizione dei principali fattori di best execution selezionati dalla Cassa in quanto ritenuti i più idonei, in relazione alle caratteristiche della propria clientela, al fine di ottenere il miglior risultato possibile.

E' fornita, inoltre, una breve descrizione delle sedi di esecuzione (trading venues), riconosciute dalla MiFID, sulle quali saranno indirizzati gli ordini dei clienti per mezzo di Cassa Centrale Banca, controparte selezionata ed individuata nella presente Strategia di esecuzione e di trasmissione.

4.1. Fattori rilevanti per la disciplina della *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 direttamente legati all'esecuzione dell'ordine, comprensivi delle commissioni di negoziazione applicate dall'intermediario, quali:
 - costi di accesso e/o connessi alle sedi di esecuzione (*Trading Venues*);
 - costi di regolamento e liquidazione;
 - costi eventualmente pagati a soggetti terzi coinvolti nell'esecuzione;
 - oneri fiscali;
 - commissioni proprie dell'intermediario.

Tale fattore, ai sensi del Regolamento Intermediari, assume primaria importanza nel caso della clientela al dettaglio per la quale il miglior risultato possibile deve essere considerato in termini di corrispettivo totale.

La Cassa 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.

È un fattore strettamente legato alle modalità della negoziazione dell'ordine (su un Mercato Regolamentato o OTC), alla struttura e alle caratteristiche del mercato ed ai dispositivi utilizzati per connettersi al mercato;

- *Probabilità di esecuzione*: fattore strettamente legato alla struttura e alla profondità del mercato presso cui lo strumento è negoziato. È sicuramente un fattore qualificante per le negoziazioni OTC, in quanto dipende dalla disponibilità dell'intermediario ad eseguire l'operazione in conto proprio e/o ad avvalersi di altri intermediari che consentano che la negoziazione vada a buon fine;

- *Probabilità di regolamento*: fattore che dipende sia dalla capacità degli intermediari di gestire in modo efficace, direttamente o indirettamente, il *settlement* degli strumenti negoziati, scegliendo opportunamente le modalità di regolamento associate all'ordine, sia dalla capacità del sistema di settlement utilizzato dalla trading venues di portare a "buon fine" le operazioni da regolare;
- *Natura dell'ordine*, con riferimento a:
 - dimensione dell'ordine: potrebbe avere impatto su altri fattori quali il prezzo di esecuzione, la rapidità e la probabilità di esecuzione;
 - lo strumento oggetto dell'ordine: 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*.

4.2. Sedi di esecuzione (trading venues)

Il Regolamento Intermediari riporta la seguente definizione di "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.
- *Liquidity provider* – un intermediario che, operando unicamente in conto proprio con clientela diretta, si impegna ad esporre su propria iniziativa o su richiesta proposte di negoziazione di acquisto e/o in vendita di strumenti finanziari.

5. STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

Nella presente sezione è descritta la condotta adottata dalla Cassa Rurale di Ledro in termini di modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini per gli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento prestati.

Criteria di selezione del negoziatore

In termini di modalità di esecuzione e trasmissione degli ordini rispetto agli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento prestati, la Cassa ha adottato tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i propri clienti. Per quanto riguarda in particolare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, la Cassa ha identificato per ciascuna categoria di strumenti finanziari Cassa Centrale Banca quale soggetto presso il quale gli ordini vengono trasmessi, in ragione delle strategie di esecuzione adottate da quest'ultimo.

La scelta di Cassa Centrale Banca quale unico negoziatore è motivata dalla considerazione che la Società, da tempo, sostiene ed integra l'attività svolta dal Sistema delle Casse Rurali Trentine, grazie ad attività di sviluppo e di miglioramento dei servizi, di assistenza finanziaria e tecnica. Cassa Centrale Banca sostiene e favorisce altresì lo sviluppo delle Casse Rurali Trentine, fornendo prodotti finanziari e servizi bancari in grado di rispondere alle esigenze della clientela.

Cassa Centrale Banca, in qualità di "negoziatore di categoria", avendo accesso, diretto o indiretto, ai relativi mercati, è in grado di garantire condizioni più favorevoli e quindi prezzi migliori in modo duraturo alla clientela della Cassa, in virtù dell'importanza dei flussi gestiti per conto delle diverse entità del Sistema delle Casse Rurali.

Le contenute dimensioni della Cassa Rurale di Ledro indirizzano la scelta del negoziatore unico, anche perché gli impatti organizzativi alternativi a tale scelta avrebbero delle ricadute in termini di costi e di personale che la struttura attualmente non ritiene opportuno sostenere.

Inoltre, utilizzare la scelta del negoziatore unico dovrebbe consentire:

1. **alla Cassa di garantire ai propri clienti un'offerta continuativa delle migliori condizioni possibili.**
2. **garantire costi competitivi.** In particolare, il negoziatore dovrebbe garantire l'accesso ai servizi di investimento prestati a condizioni commerciali trasparenti e particolarmente favorevoli, in virtù della suddetta importanza dei flussi gestiti per conto delle diverse entità del Gruppo;

3. **garantire l'integrazione dei sistemi**, ovvero la continuità dei supporti informatici adottati e la complementare flessibilità degli stessi;
4. **garantire adeguati servizi di settlement e clearing**, mediante una gestione integrata di tutte le fasi del processo di negoziazione;
5. **esimersi dall'operare in concorrenza** con la Cassa nel medesimo bacino di utenza applicando il c.d. **"dumping strumentale"**.

È stato dedicato un apposito paragrafo per ciascuna tipologia di servizio di investimento ("ricezione e trasmissione di ordini" e "negoziazione in conto proprio") suddiviso per categorie di strumenti finanziari

trattati (Azioni, Obbligazioni, Derivati e Pronti contro termine), 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 che determinano la scelta del negoziatore/sede in grado di consentire l'ottenimento del miglior risultato possibile per il cliente;
- l'elenco dei broker/sedi selezionati per ciascuno strumento finanziario;
- i criteri di selezione dei broker/sedi di esecuzione.

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

5.1. Ricezione e trasmissione di ordini

La Cassa svolge il ruolo di intermediario trasmettitore per gli ordini aventi ad oggetto gli strumenti finanziari di seguito elencati, con accesso alle sedi di esecuzione mediante negoziatore unico/broker terzi che garantiscono 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 ed ETF:
 - quotati su mercati italiani
 - quotati su mercati comunitari
 - quotati su mercati non comunitari
- Obbligazioni, Euro-Obbligazioni e Titoli di Stato quotati sui mercati regolamentati italiani

- **Obbligazioni e Titoli di Stato:**
 - quotati sui mercati comunitari
 - quotati sui mercati non comunitari
 - non quotati su mercati regolamentati (escluse le emissioni della Cassa Rurale)
- **Derivati:**
 - quotati sui mercati italiani
 - quotati su mercati comunitari
 - non quotati su mercati regolamentati.

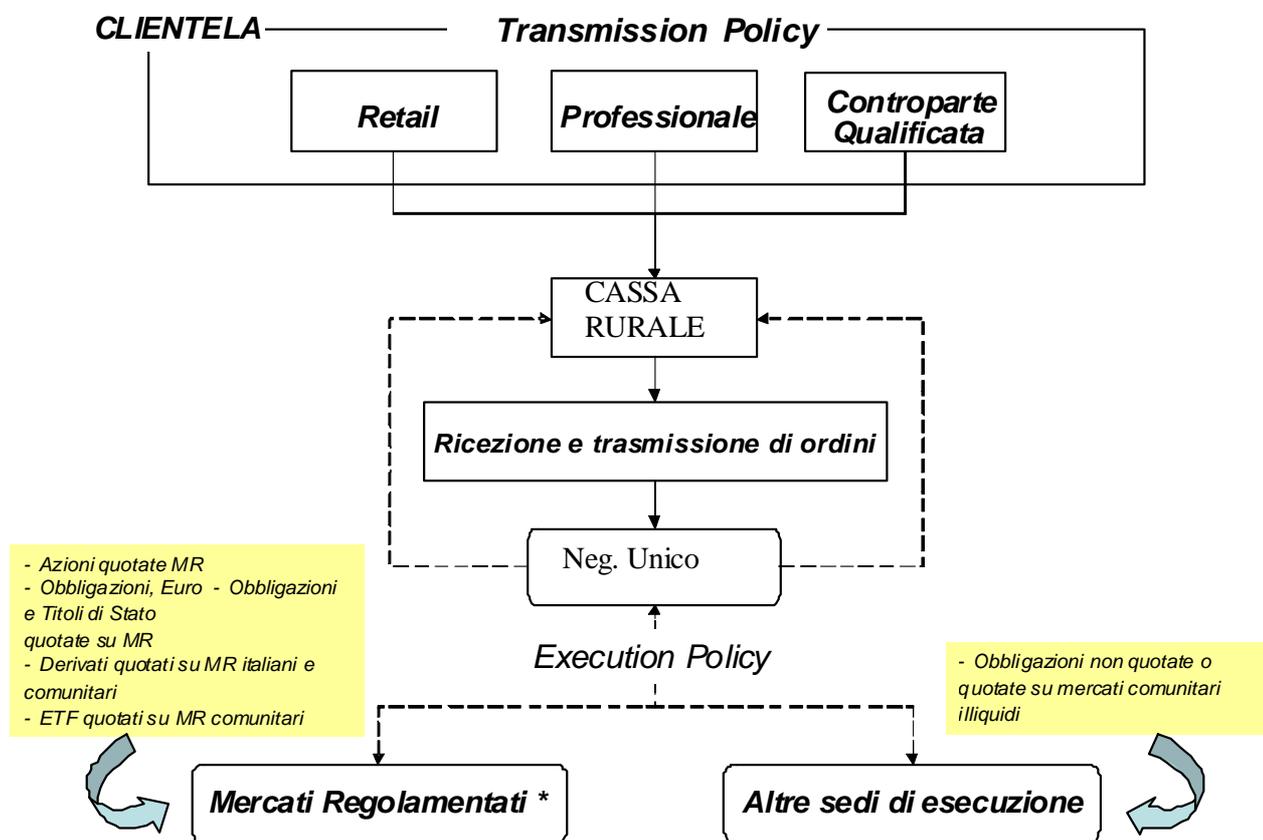
La Cassa è tenuta ad aggiornare l'elenco che precede in base all'attività che svolge o intende svolgere effettivamente.

Tali ordini sono raccolti principalmente:

- tramite gli sportelli della banca,
- tramite canale telefonico o canale internet.

E' di seguito riportato uno schema di sintesi dell'operatività prevista dalla Cassa Rurale relativamente al servizio di ricezione e trasmissione di ordini:

Figura 1 – Ricezione e trasmissione di ordini



* Nel caso di titoli quotati su MR comunitari il broker potrebbe a sua volta avvalersi di ulteriori negozianti per l'esecuzione dell'ordine

Nel caso di ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto, eseguiti esclusivamente sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca la quale nella sua qualità di negoziatore unico risulta in grado di accedere ai broker diretti di tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il negoziatore unico di cui la Cassa Rurale si avvale ed i fattori di esecuzione sulla base dei quali sono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Fattori di Esecuzione	Negoziatore Unico
<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 	CASSA CENTRALE BANCA

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 (*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).

Gli ordini relativi alle azioni quotate nei mercati regolamentati italiani sono soggetti:

1. alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa
2. alle **commissioni** di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.

AZIONI ed ETF
quotati sui mercati regolamentati comunitari e non comunitari

Nel caso di ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto, eseguiti esclusivamente sui principali mercati regolamentati comunitari e non comunitari, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca la quale, nella sua qualità di negoziatore unico, risulta in grado di accedere ai negoziatori/broker diretti di tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi vengono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico il negoziatore unico di cui la Cassa si avvale ed i fattori di esecuzione sulla base dei quali sono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata:

Fattori di Esecuzione	Broker
<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 - <i>Altro</i> 	CASSA CENTRALE BANCA

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 (*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 dalla rapidità e la probabilità di esecuzione dell'ordine, rendendo maggiormente critici tali fattori).

Gli ordini relativi alle azioni quotate sui mercati quotati comunitari e non comunitari sono soggetti:

1. alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa
2. alle **commissioni** di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.

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

Nel caso di ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto, eseguiti esclusivamente sui mercati quotati gestiti da Borsa Italiana S.p.A, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca, la quale nella sua qualità di negoziatore unico risulta in grado di accedere ai negoziatori/broker del mercato stesso, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi sono fatti pervenire dalla clientela.

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

Fattori di Esecuzione	Intermediario Unico
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Rapidità di esecuzione e regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Oggetto dell'ordine - Dimensione dell'ordine - Altro 	CASSA CENTRALE BANCA

La gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita, nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, attribuendo primaria importanza al corrispettivo totale (*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).

Gli ordini relativi a strumenti finanziari sono soggetti:

- 1. alle tariffe applicate alla clientela dalla Cassa**
- 2. alle commissioni di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.**

OBBLIGAZIONI
Quotate sui Mercati Regolamentati Comunitari
Quotate sui Mercati non Comunitari
Non Quotate su Mercati Regolamentati

Nel caso di ordini riguardanti gli strumenti finanziari in oggetto, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca, la quale nella sua qualità di negoziatore unico risulta in grado di accedere ai negoziatori/broker diretti dei mercati regolamentati obbligazionari, o direttamente ad altre piattaforme di negoziazione sia di terzi che proprie.

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

Fattori di Esecuzione	Negoziatore Unico
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Rapidità di esecuzione e regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Oggetto dell'ordine - Dimensione dell'ordine - <i>Altro</i> 	CASSA CENTRALE BANCA

La gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita, nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, attribuendo primaria importanza al corrispettivo totale (*total consideration*).

Non si è ritenuto necessario effettuare distinzioni in base alla categoria dei 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).

Gli ordini eseguiti sulle suddette sedi di esecuzione sono sottoposti:

1. alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa
2. alle **commissioni** di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.

DERIVATI
Quotati sui mercati regolamentati italiani

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame sono eseguiti esclusivamente sui mercati quotati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. A tal proposito, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca, la quale nella sua veste di negoziatore unico è in tratta direttamente con broker in grado di accedere a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi sono fatti pervenire dalla clientela.

Nello specifico l'intermediario unico di cui la Cassa si avvale ed i fattori di esecuzione sulla base dei quali sono eseguiti gli ordini della clientela sono riepilogati nella tabella di seguito riportata.

Fattori di Esecuzione	Intermediario Unico
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Rapidità di esecuzione e regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Oggetto dell'ordine - Dimensione dell'ordine - Altro 	CASSA CENTRALE BANCA

Trattandosi di strumenti negoziati 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 (*total consideration*).

Non si è ritenuto necessario effettuare distinzioni in base alla categoria dei 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).

Gli ordini relativi a tali strumenti finanziari sono sottoposti:

1. alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa
2. alle **commissioni** di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.

DERIVATI
Quotati sui mercati comunitari

Gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame sono eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati. A tal proposito, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca, la quale nella sua veste di negoziatore unico è in tratta direttamente con broker in grado di accedere a tali mercati, assicurando rapidità di trasmissione dell'ordine al mercato, nel rispetto della sequenza temporale con cui gli ordini stessi sono fatti pervenire dalla clientela.

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

Fattori di Esecuzione	Negoziatore Unico
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Rapidità di esecuzione e regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Oggetto dell'ordine - Dimensione dell'ordine - Altro 	CASSA CENTRALE BANCA

Trattandosi di strumenti negoziati 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 (*total consideration*).

Non si è ritenuto necessario effettuare distinzioni in base alla categoria dei 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).

Gli ordini relativi a tali strumenti finanziari sono sottoposti:

1. alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa
2. alle **commissioni** di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.

DERIVATI Non quotati su mercati regolamentati
--

Per gli ordini relativi agli strumenti finanziari in esame, la Cassa Rurale di Ledro si avvale di Cassa Centrale Banca, la quale nella sua veste di negoziatore unico è in grado di accedere a tali mercati.

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

Fattori di Esecuzione	Negoziatore Unico
<ul style="list-style-type: none"> - Prezzo dello strumento finanziario + Costi di esecuzione e regolamento (<i>Total Consideration</i>) - Rapidità di esecuzione e regolamento - Probabilità di esecuzione e regolamento - Oggetto dell'ordine - Dimensione dell'ordine - Altro 	CASSA CENTRALE BANCA

La gerarchia dei fattori di esecuzione è stata definita, nel rispetto di quanto richiesto dalla normativa, attribuendo primaria importanza al corrispettivo totale (*total consideration*), non ritenendo inoltre necessario effettuare delle distinzioni in base alla categoria dei clienti.

Gli ordini relativi a tali strumenti finanziari sono sottoposti:

1. alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa
2. alle **commissioni** di negoziazione e di custodia tempo per tempo definite.

Negoziazione in conto proprio

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

La "negoziazione per conto proprio" è definita dalla normativa come "l'attività di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*" (art. 1, comma 5 -bis T.U.F).

La Cassa Rurale di Ledro provvede alla negoziazione in contropartita diretta degli ordini con la clientela, senza qualificarsi come Internalizzatore Sistemático, per gli strumenti finanziari di seguito elencati:

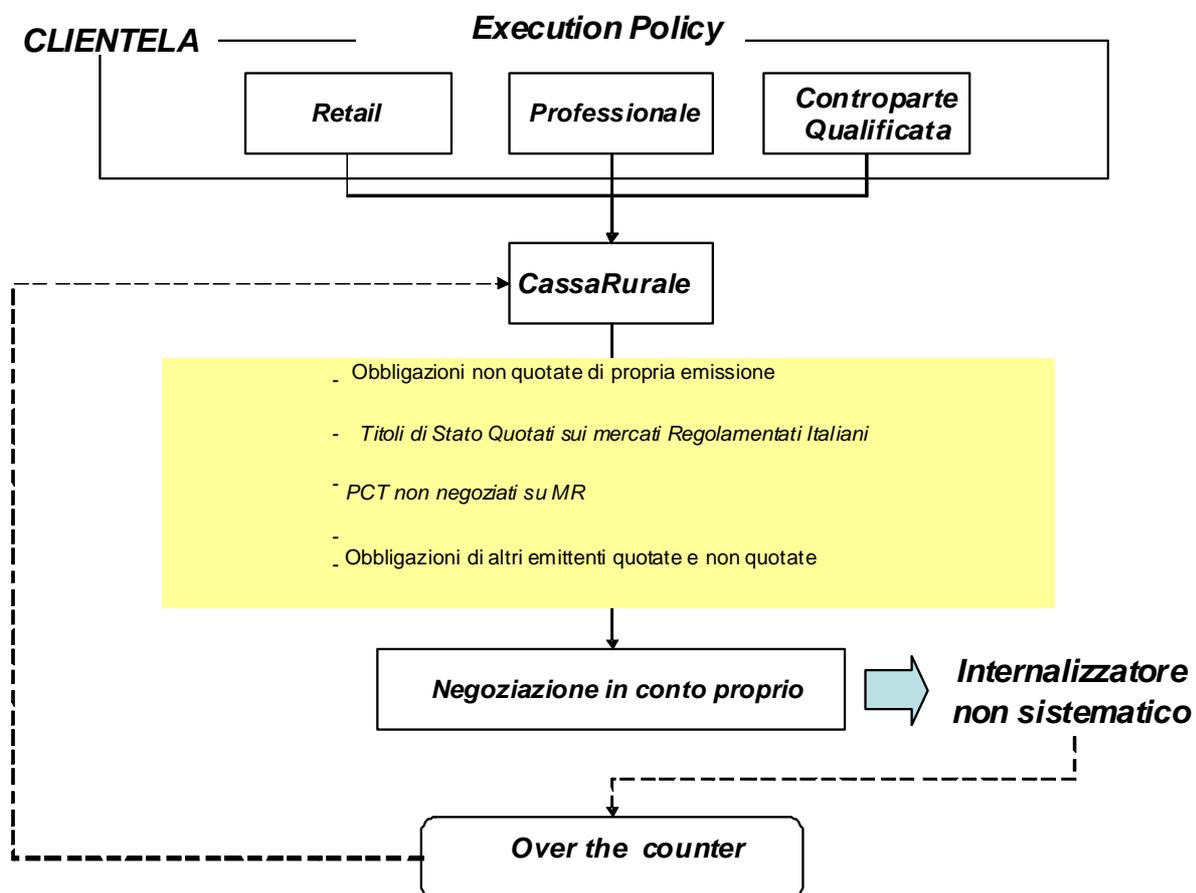
- Obbligazioni non quotate di propria emissione;
- Titoli di Stato quotati sui mercati regolamentati italiani (casistica del tutto residuale);
- Pronti Contro Termine non negoziati su mercati regolamentati;
- Obbligazioni di altri emittenti quotate e non quotate (casistica del tutto residuale);

Nell'effettuare il servizio di negoziazione per conto proprio la Cassa Rurale di Ledro non si qualifica come Internalizzatore Sistemático, in quanto, nello svolgimento del servizio, non ricorrono i requisiti di frequenza, sistematicità ed organizzazione così come definiti nel nuovo Regolamento Intermediari di Consob; inoltre, tale attività non riveste un ruolo commerciale importante in relazione ai volumi complessivi trattati.

Tali ordini sono raccolti mediante i propri sportelli che provvedono all'inserimento della disposizione nell'apposita procedura titoli, oppure tramite il canale telefonico.

Viene di seguito riportato uno schema di sintesi dell'operatività prevista dalla Cassa Rurale relativamente al servizio di negoziazione in conto proprio:

Figura 2 – Negoziazione in conto proprio



**OBBLIGAZIONI non quotate di propria emissione,
TITOLI DI STATO quotati sui mercati regolamentati italiani,
PRONTI CONTRO TERMINE non negoziati sui mercati quotati,
OBBLIGAZIONI di altri emittenti quotate e non quotate**

La Cassa Rurale di Ledro ha definito ha definito per l'attività di negoziazione in conto proprio i fattori di esecuzione che, sulla base della gerarchia sotto riportata, consentono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per il cliente:

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

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

La Cassa Rurale non ritiene necessario effettuare distinzioni in funzione della categoria di clienti.

Criteri di selezione delle Sedi di Esecuzione

Le caratteristiche dei titoli trattati (ad esempio, la marcata tipizzazione delle obbligazioni a livello di Cassa e di Sistema Casse Rurali e la mancanza di mercati alternativi) e le tipologie di operazioni concluse portano ad individuare quale naturale e migliore sede di esecuzione la Cassa Rurale stessa, che con l'attività di negoziazione in conto proprio può garantire in modo duraturo il rispetto della disciplina di best execution nei confronti dei propri clienti.

In particolare per le obbligazioni di propria emissione si è considerato che la Cassa Rurale di Ledro rappresenta l'unica sede di negoziazione disponibile e quindi è in grado di garantire i migliori requisiti operativi in ottica di best execution.

Anche nel caso dei pronti contro termine la migliore sede di esecuzione è rappresentata dal conto proprio dato che:

- non esistono mercati regolamentati per la clientela retail, ma solo un unico mercato all'ingrosso;
- tali operazioni possono presentare un discreto grado di personalizzazione in termini di sottostanti e scadenze scelte dal cliente, che non troverebbero quindi una rispondenza diretta con eventuali offerte disponibili su un mercato.

La scelta di operare in conto proprio, pur comportando per la Cassa Rurale un maggior onere operativo derivante dalla gestione dei rischi sulla proprietà, permette di ottenere vantaggi in termini di:

- qualità del pricing offerto alla propria clientela, sia per le obbligazioni di propria emissione, sia per i pronti contro termine;
- rapidità di esecuzione, non essendo vincolata alle tempistiche di altri negoziatori;
- probabilità di esecuzione, in quanto l'operazione non è subordinata alla disponibilità di una controparte terza a concludere operazioni.

Tali vantaggi, sono chiaramente maggiori soprattutto per i prodotti illiquidi, per i quali non esistano mercati alternativi e laddove sia richiesto un elevato grado di personalizzazione degli strumenti offerti.

Sarà comunque cura della Cassa Rurale operare a "prezzi di mercato" competitivi, offrendo su richiesta del cliente una quotazione in linea con gli obblighi di *best execution* e che, tenendo conto del tempo trascorso fra l'offerta della quotazione e l'accettazione del cliente, non sia manifestamente superata dalle mutate condizioni di mercato.

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

- nel caso di operazioni di pronti contro termine su titoli quotati e non quotati, sono presi in considerazione come *benchmark* di riferimento i prezzi disponibili sui principali mercati di riferimento, quelli proposti dai principali contributori (*market maker*) attivi sulle più importanti piattaforme elettroniche di riferimento o quelli determinati in base a modelli di valutazione interno;
- nel caso di operazioni di compravendita aventi ad oggetto obbligazioni di propria emissione, i prezzi di negoziazione sono calcolati, almeno giornalmente, aggiornando i flussi di cassa futuri ai tassi di riferimento definiti nella "policy di pricing". Per le obbligazioni emesse precedentemente al 1 gennaio 2011, la valorizzazione delle proposte di negoziazione è ricavata da una metodologia interna che tiene conto del merito di credito. Mentre per le obbligazioni con data di emissione successiva al 1 gennaio 2011, la curva risk free utilizzata per l'aggiornamento dei flussi finanziari, viene modificata di uno spread pari allo spread di emissione, così come definito nella presente "Policy di pricing". Per determinare il

fair value degli strumenti finanziari oggetto di prezzatura, la Cassa Rurale di Ledro si avvale della valorizzazione fornita da Cassa Centrale Banca. (La clientela può richiedere copia della "metodologia di valutazione e pricing dei prodotti finanziari emessi dalla Cassa Rurale" presso gli sportelli e sul sito internet della Cassa Rurale di Ledro);

- nel caso di operazioni di compravendita aventi ad oggetto titoli di stato e altre obbligazioni quotate e non quotate di altri emittenti vengono presi in considerazione come benchmark di riferimento i prezzi disponibili sui principali mercati di riferimento, quelli proposti dai principali contributori (market maker) attivi sulle più importanti piattaforme di riferimento o quelli comunicati da Cassa Centrale Banca.

Gli ordini eseguiti in relazione ai suddetti strumenti finanziari sono sottoposti alle **tariffe applicate** alla clientela dalla Cassa Rurale e tempo per tempo definite.

6. MONITORAGGIO DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

6.1. Modalità operativa di esecuzione delle disposizioni

Sulla base delle scelte operate attraverso la definizione delle proprie *policy*, alle disposizioni d'investimento dei propri clienti, viene data esecuzione nel massimo rispetto dei principi di seguito riportati.

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

Le disposizioni dei clienti sono raccolte tramite i propri sportelli, canale telefonico, *trading on line* ed eseguite trasmettendo le stesse al negoziatore unico/*broker* autorizzato e selezionato o negoziandole in conto proprio.

In tempo utile prima della prestazione del servizio, la Cassa si impegna a fornire ai clienti le informazioni sui fattori di esecuzione e sull'elenco dei negoziatore unico/*broker*/sedi di esecuzione selezionate al fine di adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il migliore risultato possibile per l'esecuzione degli ordini. La Cassa, inoltre, avvisa in modo chiaro ed evidente del fatto che eventuali istruzioni specifiche fornite dallo stesso possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione limitatamente agli elementi oggetto di tali istruzioni.

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

Gli ordini dei clienti al dettaglio e professionali sono eseguiti alle condizioni più favorevoli per il cliente con riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità ed alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura, dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione e nel caso di istruzioni specifiche

fornite dal cliente, la Cassa Rurale deve eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute.

Qualora ne sia prevista la possibilità, la Cassa deve specificare ai clienti la possibilità di eseguire gli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione ed ottenerne il consenso preliminare esplicito dal cliente che può essere espresso in via generale o in relazione alle singole operazioni.

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

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

6.2. Monitoraggio dell'esecuzione alle migliori condizioni

La Cassa Rurale verifica 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 Cassa 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 Cassa ha scelto un unico negoziatore/sede di esecuzione, sarà sufficiente dimostrare che l'ordine sia stato effettivamente e tempestivamente negoziato/trasmesso ai broker/sedi selezionati nel presupposto che all'origine sia stata fatta un'adeguata valutazione sulla capacità del negoziatore/sede di garantire in modo duraturo il conseguimento del *best possible result*.

Nell'ipotesi in cui venga derogato il rispetto della strategia di esecuzione attestata dal cliente, la Cassa Rurale 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 dall'esistenza di motivate ragioni tecniche e realizzata nell'interesse del cliente, costituendo un'eccezione rispetto alla normale operatività.

La Cassa Rurale si impegna a dimostrare che il processo di selezione dei negozianti/sedi non avviene sulla base di criteri di scelta discriminatori, bensì basandosi su criteri di ragionevolezza con l'obiettivo del raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente. In particolare, su richiesta del cliente verrà dimostrato che:

- le commissioni e le spese che sostiene il cliente siano funzione:
 - dei costi sostenuti dalla Cassa Rurale per l'invio degli ordini a più negozianti;
 - della categoria di appartenenza del cliente;
 - delle sedi di regolamento;
- la Cassa abbia effettivamente praticato le spese e commissioni precedentemente comunicate al cliente.

Si ritiene che il cliente non possa chiedere di giustificare eventuali differenziazioni delle commissioni applicate in base ai negozianti prescelti o di illustrare le modalità di determinazione delle spese. Infatti, la normativa impone di praticare le medesime spese e commissioni comunicate *ex ante*, non anche di giustificarne la determinazione al cliente, cosa che richiederebbe la comunicazione di informazioni sensibili quali quelle sulla struttura interna della Cassa Rurale.

Nell'ipotesi in cui gli elementi principali per il raggiungimento del miglior risultato non siano costituiti dal prezzo e dai costi, bensì da altri fattori, quali la tipologia di strumento, del titolo trattato, della dimensione dell'ordine (*size*), della velocità o la probabilità di esecuzione (ad es. per i derivati OTC), la Cassa si impegna, al fine di dimostrare il raggiungimento del *best possible result*, a dare evidenza della corretta applicazione del *pricing model* adottato e comunicato formalmente *ex ante* al cliente.

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

6.3. Revisione della Strategia di Esecuzione

Un valido sistema di verifica e aggiornamento della presente Strategia di esecuzione deve consentire l'individuazione e la correzione di eventuali carenze che possano compromettere la qualità della stessa.

Le funzioni della Cassa Rurale tenute al controllo e all'aggiornamento della presente strategia devono quindi essere in grado di individuare e proporre le eventuali modifiche

da apportare alle procedure interne e a collaborare per assicurarne una pronta diffusione a tutti i soggetti interessati.

La Cassa Rurale si impegna a riesaminare le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale e, in ogni, caso 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 utilizzando i negozianti/sedi inclusi nella strategia di esecuzione.

Ogni modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione, che dovrà essere recepita nel documento di sintesi, è comunicata al cliente affinché lo stesso possa assumere una decisione informata in merito all'opportunità di continuare o meno ad usufruire dei servizi di investimento prestati dalla Cassa Rurale.

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

- Introdurre nuove tipologie di strumenti finanziari su cui operare o ridefinire le categorie esistenti;
- assegnare una diversa importanza relativa ai fattori di esecuzione;
- modificare altri aspetti della propria strategia o dei propri dispositivi di esecuzione in base decisioni di tipo strategico/gestionale;
- includere nuove o diverse sedi di esecuzione o entità nella propria execution policy;

Revisioni

Data	Capitolo	autore
12 ottobre 2012		Responsabile ufficio titoli

ALLEGATI: Strategie di esecuzione di Cassa Centrale Banca