



# LA BEST EXECUTION NELLA GESTIONE DI PATRIMONI

## LINEE GUIDA

### AVVERTENZE

Le presenti Linee Guida sono state validate dalla CONSOB in data 24 marzo 2009 in esito alla procedura pubblicata il 2 maggio 2008 "*Policy* per la validazione delle Linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari".

Le Linee Guida rappresentano uno strumento di ausilio e supporto per l'adempimento da parte delle Società degli obblighi in tema di *best execution*. Esse pertanto non sono né vincolanti né esaustive rispetto alle possibili scelte effettuate dalle Società.

Le Linee Guida non alterano il significato della normativa - legislativa, regolamentare e di livello 3 - vigente in materia, né possono essere interpretate in tal senso.



## INDICE

INTRODUZIONE.....	4
PARTE I – Trasmissione di ordini .....	7
1. Ambito di applicazione e fattori di <i>best execution</i> .....	7
Linea Guida n. 1.1 – Ambito di applicazione .....	7
Linea Guida n. 1.2 – Fattori di <i>best execution</i> .....	8
2. Strategia di trasmissione .....	10
Linea Guida n. 2.1 – Strategia di trasmissione .....	10
Linea Guida n. 2.2 – Selezione delle entità .....	11
Linea Guida n. 2.3 – Trasmissione degli ordini .....	14
3. Informazioni agli investitori e ai clienti .....	15
Linea Guida n. 3.1 – Disposizioni comuni alla gestione di portafogli e alla gestione collettiva .....	15
Linea Guida n. 3.2 – Gestione collettiva .....	16
4. Istruzioni del cliente.....	16
Linea Guida n. 4 – Istruzioni del cliente .....	17
5. Monitoraggio .....	17
Linea Guida n. 5 – Monitoraggio.....	17
6. Riesame.....	19
Linea Guida n. 6 – Riesame.....	19
PARTE II – Esecuzione di ordini.....	22
7. Ambito di applicazione e fattori di <i>best execution</i> .....	22
Linea Guida n. 7.1 – Ambito di applicazione .....	23
Linea Guida n. 7.2 – Fattori di <i>best execution</i> .....	25
8. Strategia di esecuzione .....	25
Linea Guida n. 8.1 – Strategia di esecuzione .....	26
Linea Guida n. 8.2 – Selezione delle sedi di esecuzione .....	28
Linea Guida n. 8.3 – Esecuzione degli ordini.....	29
9. Discriminazione indebita tra sedi di esecuzione.....	30
Linea Guida n. 9 – Discriminazione indebita tra sedi di esecuzione .....	31
10. Clienti al dettaglio.....	31
Linea Guida n. 10 – Clienti al dettaglio .....	32
11. Istruzioni del cliente .....	33
Linea Guida n. 11 – Istruzioni del cliente .....	33
12. Informazioni sulla strategia di esecuzione degli ordini.....	33
Linea Guida n. 12.1 – Disposizioni comuni alla gestione di portafogli e alla gestione collettiva .....	35
Linea Guida n. 12.2 – Gestione di portafogli .....	36



<i>Linea Guida n. 12.2.1 - Informazioni sulla strategia di esecuzione da comunicare ai clienti al dettaglio</i> .....	36
<i>Linea Guida n. 12.2.2 - Informazioni aggiuntive sulla strategia di esecuzione</i>	37
<i>Linea Guida n. 12.2.3 - Consenso preliminare e consenso preliminare esplicito</i> .....	37
<i>Linea Guida n. 12.2.4 - Dimostrazione di aver eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione</i> .....	38
<i>Linea Guida n. 12.2.5 - Modifiche rilevanti</i> .....	39
<b>Linea Guida n. 12.3 - Gestione collettiva</b> .....	39
<b>13. Monitoraggio</b> .....	40
<b>Linea Guida n. 13 - Monitoraggio</b> .....	41
<b>14. Riesame</b> .....	42
<b>Linea Guida n. 14 - Riesame</b> .....	42
<b>PARTE III - Procedure ed organi competenti</b> .....	44
<b>Linea Guida n. 15 - Procedure ed organi competenti</b> .....	44
<b>ALLEGATO I</b> .....	46
<b>ALLEGATO II</b> .....	50



## INTRODUZIONE

Nella nuova cornice recata dalla direttiva 2004/39/CE (di seguito anche “direttiva MiFID”) la regola della *best execution* (e cioè della migliore esecuzione per il cliente) assume sicuramente un ruolo centrale tra le norme di condotta degli intermediari.

L’eliminazione della facoltà per gli Stati Membri di prevedere la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati consentita dalla direttiva 93/22/CEE (art. 14) ha infatti attribuito nuova e piena rilevanza al dovere per l’intermediario di realizzare le migliori condizioni possibili per il cliente, assolvendo anche alla finalità di rendere effettiva ed ordinata la competizione fra le diverse sedi di esecuzione, nel miglior interesse del cliente.

È bene sottolineare che la regola di *best execution* non significa realizzazione delle migliori condizioni in assoluto (il miglior risultato astrattamente possibile in un dato momento per un certo strumento), bensì l’adozione di metodi e strumenti che consentono di giustificare, alla luce degli obblighi complessivamente gravanti sugli intermediari, il risultato ottenuto (c.d. principio di ragionevolezza). Il dovere di *best execution* dunque non si traduce in una obbligazione di risultato da verificare *ex post*, ma in un’obbligazione di mezzi che esige l’approntamento di apposite procedure, la cui idoneità è da valutare secondo un criterio *ex ante* ed è oggetto di monitoraggio al fine di verificarne l’efficacia in termini di qualità dell’esecuzione.

La disciplina comunitaria della *best execution* si riferisce sia al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti sia ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli, ma con alcune differenze.

Con riferimento al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti, la direttiva MiFID prevede anzitutto l’obbligo degli intermediari di “*adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere ... il miglior risultato possibile per i loro clienti*” alla luce di una pluralità di parametri (ad esempio, prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento) e della rilevanza che detti parametri assumono in ragione anche della diversa natura del cliente (al dettaglio o professionale). Gli intermediari devono inoltre pre-definire la loro strategia di esecuzione degli ordini (di seguito anche “*execution policy*”) finalizzata all’assolvimento del dovere di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente; questa strategia deve specificare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le sedi di esecuzione che l’intermediario intende utilizzare per l’esecuzione degli ordini, dandone adeguata informativa ai clienti. Preliminare ed esplicito consenso del cliente va acquisito per i casi in cui gli ordini siano eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (di seguito anche “MTF”). La direttiva impone infine agli intermediari di monitorare e di rivedere periodicamente la propria strategia di esecuzione.

Decisamente più scarna è la disciplina dettata dalla direttiva 2006/73/CE per la ricezione e trasmissione di ordini e la gestione di portafogli, in considerazione del coinvolgimento nella c.d. catena di esecuzione anche delle entità a cui sono inoltrati gli ordini; in tale contesto, infatti, ai gestori (o ai raccoglitori di ordini) e alle entità non è richiesta una duplicazione degli sforzi ai fini dell’esecuzione alle condizioni migliori, ma anzi è privilegiata una netta ripartizione dei ruoli e delle conseguenti responsabilità tra i due soggetti. È necessario tenere presente, comunque, che se i suddetti servizi di investimento sono prestati mediante l’esecuzione degli ordini ricevuti ovvero delle



“decisioni di negoziare” (di seguito anche “ordini”) per conto dei portafogli gestiti, è disposta l’applicazione della disciplina prevista per il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

Il Nuovo Regolamento Intermediari della CONSOB (di seguito solo “NRI”), approvato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, recepisce a livello nazionale la disciplina dettata dalle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE. In linea con l’impostazione comunitaria, infatti, l’art. 48 del NRI regola la materia per i gestori di portafogli che trasmettono ordini ad altre entità e che ricorrono quindi al c.d. accesso indiretto alle sedi di esecuzione; inoltre, lo stesso art. 48 dispone che la normativa relativa al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti (artt. 45, 46 e 47 del NRI) si applichi anche ai gestori che eseguono le decisioni di negoziare e che pertanto utilizzano il c.d. accesso diretto.

In tale contesto, la CONSOB – al fine di garantire modalità operative omogenee tra gestione individuale e collettiva – ha esteso a quest’ultima la disciplina sulla *best execution* dettata per i gestori individuali, adeguandola naturalmente alle particolari caratteristiche del servizio (artt. 68, 69 e 70 del NRI).

Al riguardo si precisa peraltro che le norme in tema di *best execution* non si applicano alle SGR che gestiscono fondi mobiliari chiusi specializzati nel *private equity* o *venture capital* ovvero fondi immobiliari, con particolare riferimento all’attività caratteristica di tali organismi di investimento collettivo. Quando l’operatività di tali fondi si concretizzi in investimenti temporanei di liquidità, come ad esempio in strumenti del mercato monetario (tipicamente nella fase di *start up* e in quella terminale), le SGR sono invece tenute ad applicare le norme sulla *best execution*.

Circa la possibilità di un gestore individuale (e di quello collettivo) di eseguire direttamente le loro decisioni d’investimento (aderendo ad esempio ai mercati regolamentati o ai sistemi multilaterali di negoziazione) pur non essendo autorizzati al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti, la CONSOB ne ha espressamente riconosciuto la facoltà, conformemente a quanto stabilito dalla Commissione Europea. Al riguardo occorre comunque sottolineare che la decisione di accedere direttamente ad una o più sedi di esecuzione costituisce una scelta che le Società possono adottare in funzione delle loro dimensioni, della loro struttura organizzativa nonché, nel caso di adesione ai mercati regolamentati, della sussistenza dei requisiti richiesti dall’art. 25, comma 2 del decreto legislativo n. 58/98 (di seguito “TUF”) e dal regolamento del mercato pertinente.

Si precisa, inoltre, che qualora le Società si rivolgano ad un intermediario in modalità di *request for quote* (di seguito anche “RFQ”) per l’acquisto ad esempio di obbligazioni o derivati, queste concludono l’operazione eseguendo un ordine ai sensi dell’art. 45 del NRI (cfr. Parte II del presente documento). Nella fattispecie descritta, l’intermediario costituisce una vera e propria sede di esecuzione al pari delle altre sedi previste dall’art. 2 del NRI (ad esempio, un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione); quindi, in considerazione della natura dell’operazione, le Società devono conformarsi alla normativa prevista per l’esecuzione degli ordini e, di conseguenza, adottare una *execution policy* che consenta di ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.

Rientra invece nella fattispecie di trasmissione degli ordini l’ipotesi in cui le Società utilizzino sistemi di *Direct Market Access* (DMA) messi a disposizione da un intermediario; in tal caso, infatti, le Società non accedono alla sede di esecuzione in via diretta, ma sempre tramite l’intermediario a cui questa si rivolge il quale, ad esempio,



aderisce al mercato regolamentato su cui un particolare ordine viene eseguito. Nella fattispecie descritta, pertanto, le SGR, al fine di conseguire il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti, si assicurano che l'entità che fornisce il sistema di DMA rispetti la propria strategia di esecuzione per quelle parti dell'ordine non comprese nelle istruzioni impartite dalla Società al momento della sua trasmissione.

Alla luce degli orientamenti emersi sulla *best execution* a livello comunitario e nazionale, l'Associazione ha predisposto delle Linee Guida ad uso delle Società che decidono di trasmettere ordini ad altre entità, di provvedere direttamente alla loro esecuzione oppure di utilizzare entrambe le modalità operative. Pertanto, il documento delinea alcuni principi applicativi, anche di natura procedurale, volti a favorire lo sviluppo di una prassi conforme alle disposizioni del NRI e alle indicazioni in tema di gestione individuale fornite dal Committee of European Securities Regulators (di seguito solo "CESR") nel "*Best Execution under MiFID – Questions & Answers – May 2007*" (Ref. CESR/07 - 320) a cui è allegato anche il "*Working Document ESC-07-2007*" della Commissione Europea. Le Linee Guida, inoltre, sono corredate da alcuni commenti che ne spiegano il contenuto e forniscono i chiarimenti necessari ad una loro corretta applicazione.

In considerazione della sostanziale uniformità tra la disciplina sulla gestione individuale e quella sulla gestione collettiva, il documento affronta congiuntamente le rispettive problematiche, pur sempre evidenziando le eventuali peculiarità legate a ciascun servizio; sono state quindi estese alla gestione collettiva anche le indicazioni del CESR con essa compatibili.

La Parte I delle Linee Guida illustra i principi applicativi per la trasmissione degli ordini e dedica particolare attenzione al processo di selezione delle entità e al contenuto della strategia di trasmissione, senza tralasciare le problematiche legate all'assenza di una disciplina dettagliata per il monitoraggio e per il riesame. La Parte II, invece, affronta gli aspetti di maggiore rilevanza per l'esecuzione di ordini, come ad esempio la selezione delle sedi di esecuzione, il contenuto della strategia di esecuzione, le comunicazioni delle informazioni, il monitoraggio e la revisione. La Parte III delinea per entrambe le modalità operative alcune procedure - anche con riferimento agli strumenti finanziari illiquidi - che le Società dovrebbero adottare allo scopo di garantire una corretta ed efficace applicazione della disciplina sulla *best execution*. Infine, allo scopo di agevolare le Associate nell'adempimento degli obblighi di comunicazione previsti dal Nuovo Regolamento Intermediari, Linee Guida definiscono un modello di documento informativo sulla strategia di esecuzione da utilizzare nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli (cfr. Allegato I) e della gestione collettiva (cfr. Allegato II)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Con riferimento alla gestione collettiva, il modello di documento informativo non delinea la ripartizione delle informazioni in esso contenute all'interno del Prospetto di Offerta, in attesa dell'emanazione da parte della CONSOB delle modifiche al Regolamento Emittenti in materia.



## PARTE I – Trasmissione di ordini

### 1. Ambito di applicazione e fattori di best execution

Nuovo Regolamento Intermediari	
<p><b>Libro III</b> <b>Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori</b> [...] <b>Parte II</b> <b>Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori</b> [...] <b>Titolo III</b> <b><i>Best execution</i></b> [...] <b>Capo II</b> <b>Ricezione e trasmissione di ordini e gestione di portafogli</b> <b>Art. 48</b> <b><i>(Misure per la trasmissione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente)</i></b></p> <p>1. Nella prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione di portafogli gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti tenendo conto dei fattori e dei criteri di cui all'articolo 45, commi 1 e 2. Per i clienti al dettaglio, si tiene conto dei principi di cui all'articolo 45, comma 5.</p> <p>[...]</p>	<p><b>Libro IV</b> <b>Prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e commercializzazione di OICR</b> [...] <b>Parte II</b> <b>Trasparenza e correttezza nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio</b> [...] <b>Titolo II</b> <b><i>Best execution</i></b> [...] <b>Capo II</b> <b>Trasmissione di ordini per conto degli OICR</b> <b>Art. 70</b> <b><i>(Misure per la trasmissione degli ordini su strumenti finanziari alle condizioni più favorevoli per gli OICR)</i></b></p> <p>1. Nella prestazione del servizio di gestione collettiva, le società di gestione del risparmio e le SICAV, allorché trasmettono gli ordini su strumenti finanziari per conto degli OICR gestiti, adottano tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti tenendo conto dei fattori e dei criteri di cui all'articolo 68, commi 1 e 2.</p> <p>[...]</p>

#### Linea Guida n. 1.1 – Ambito di applicazione

1. Le Linee Guida che seguono si applicano alle Società che trasmettono ordini su strumenti finanziari per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.
2. Costituisce trasmissione di ordini anche l'ipotesi in cui le Società utilizzino sistemi



di *Direct Market Access* (DMA) messi a disposizione da un'entità.

3. Le Linee Guida che seguono non si applicano all'attività caratteristica dei fondi mobiliari chiusi specializzati nel *private equity* o *venture capital* nonché dei fondi immobiliari. Quando l'operatività di tali fondi si concretizzi in investimenti temporanei di liquidità, come ad esempio in strumenti del mercato monetario, le Società che trasmettono i relativi ordini osservano le Linee Guida che seguono.

### **Commento**

- *Il paragrafo 1 definisce l'ambito di applicazione della Parte I delle Linee Guida, chiarendo che questa si rivolge alle Società che intendono trasmettere ordini ad un intermediario per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.*
- *Il paragrafo 2 chiarisce che costituisce trasmissione degli ordini anche l'ipotesi in cui le Società utilizzino sistemi di Direct Market Access (DMA) messi a disposizione da un intermediario; in tal caso, infatti, la SGR non accede alla sede di esecuzione in via diretta, ma sempre tramite l'intermediario a cui questa si rivolge il quale, ad esempio, aderisce al mercato regolamentato su cui un particolare ordine viene eseguito. Nella fattispecie descritta, le Società, al fine di conseguire il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti, si assicurano che l'entità che fornisce il sistema di DMA rispetti la propria strategia di esecuzione per quelle parti dell'ordine non comprese nelle istruzioni impartite dalla SGR al momento della sua trasmissione.*
- *Il paragrafo 3 riprende gli orientamenti espressi dalla CONSOB nel documento sugli esiti della consultazione al NRI con riferimento ai fondi mobiliari chiusi specializzati nel private equity o nel venture capital e li estende anche ai fondi immobiliari; infatti, non vi sono ragioni di carattere sostanziale per trattare in modo differente le due fattispecie che invece presentano problematiche analoghe sotto il profilo della best execution.*

### **Linea Guida n. 1.2 – Fattori di best execution**

1. Le Società, quando trasmettono gli ordini su strumenti finanziari per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti, adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile, prendendo in considerazione almeno i seguenti fattori: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine o qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.
2. Le Società definiscono l'importanza relativa di ciascuno dei fattori di cui al paragrafo 1, tenendo conto dei seguenti criteri:
  - a) nell'ambito della gestione collettiva, gli obiettivi, la politica di investimento e i rischi specifici dell'OICR gestito, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; nell'ambito della gestione di portafogli, le caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale;
  - b) le caratteristiche dell'ordine;
  - c) le caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine e, nel caso di gestione di OICR, anche le caratteristiche delle condizioni di





liquidabilità degli strumenti finanziari medesimi;

d) le caratteristiche delle entità alle quali l'ordine può essere diretto.

3. Le Società determinano per i clienti al dettaglio di una gestione di portafogli l'importanza relativa dei fattori di cui al paragrafo 1 in termini di corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione. I costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione, nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine.

Le Società possono dare precedenza ad altri fattori quali la rapidità, la probabilità di esecuzione e di regolamento, le dimensioni e la natura dell'ordine, l'impatto sul mercato ed ogni altro costo implicito dell'operazione, purché questi siano strumentali al conseguimento del miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale.

Per i clienti professionali, il corrispettivo totale può essere considerato quale fattore prevalente, purché specifiche circostanze non attribuiscano una rilevanza maggiore ad altri fattori per il raggiungimento del miglior risultato possibile.

#### **Commento**

- *L'art. 48 e l'art. 70 sono gli unici articoli del NRI che disciplinano la best execution per le Società che trasmettono ordini nell'ambito rispettivamente della gestione di portafogli e della gestione collettiva. Tuttavia, le due norme non regolamentano compiutamente la materia, in quanto per l'individuazione dei fattori di best execution e per l'attribuzione agli stessi di un'importanza relativa richiamano gli artt. 45 e 68 concernenti le Società che eseguono ordini; analogamente, con riferimento alla sola gestione di portafogli, l'art. 48 richiama i principi dettati per i clienti al dettaglio dall'art. 45. La presente Linea Guida, pertanto, riprende il contenuto delle norme citate e ricostruisce i passaggi che le Società dovrebbero seguire ai fini della corretta definizione dell'ordine di importanza dei fattori di best execution.*

*Sulla base dell'art. 45 e dell'art. 68, il paragrafo 1 fornisce un elenco dei fattori di best execution non esaustivo, in quanto le Società possono prendere in considerazione anche elementi ulteriori, qualora li ritengano rilevanti nell'interesse degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.*

- *Il paragrafo 2 individua i criteri di cui le SGR devono tenere conto per definire l'importanza relativa dei fattori di best execution; ad esempio, per la gestione collettiva indica tra i criteri rilevanti gli obiettivi, la politica di investimento (ivi incluso lo stile di gestione) e i rischi specifici dell'OICR gestito.*

*In particolare, la Linea Guida riprende quanto disposto dall'art. 45, comma 2 del NRI (richiamato dall'art. 48) e dall'art. 68, comma 2 del NRI (richiamato dall'art. 70), salvo che per la lettera d), dove si è ritenuto opportuno fare riferimento alle "caratteristiche delle entità alle quali l'ordine può essere diretto" piuttosto che alle "caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto". In conformità alle indicazioni del CESR, infatti, la Linea Guida tiene conto delle peculiarità della trasmissione degli ordini, nell'ambito della quale gli intermediari utilizzati (e non le sedi di esecuzione) assumono un ruolo centrale ai fini dell'importanza relativa dei fattori di best execution.*



- *Nell'ambito della gestione di portafogli, l'art. 48 del NRI dispone che per i clienti al dettaglio le Società tengano conto dei principi dettati dall'art. 45, comma 5, con riferimento all'esecuzione degli ordini. Sulla base della norma richiamata, quindi, il paragrafo 3 delinea detti principi e ne prevede l'applicazione nell'ambito della trasmissione degli ordini per conto dei clienti al dettaglio.*

*L'ultima parte del paragrafo 3 chiarisce che le Società possono ritenere prevalente il corrispettivo totale anche quando gestiscono portafogli per conto di clienti professionali, in quanto questi generalmente attribuiscono grande rilevanza ai costi legati all'acquisto di strumenti finanziari o ai ricavi derivanti dalla loro vendita. Tuttavia, in alcune circostanze, i clienti professionali possono manifestare l'esigenza di privilegiare fattori diversi e, pertanto, la strategia di trasmissione deve consentire alle Società la flessibilità necessaria a soddisfarle.*

## 2. Strategia di trasmissione

Art. 48 [...]	Art. 70 [...]
2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari stabiliscono anche una strategia di trasmissione che identifica, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti ai quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi.	2. Ai fini di cui al comma 1, le società di gestione del risparmio e le SICAV stabiliscono anche una strategia di trasmissione che identifica, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, i soggetti ai quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi.
[...]	[...]

### Linea Guida n. 2.1 – Strategia di trasmissione

1. Al fine di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile nella trasmissione degli ordini per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti, le Società definiscono anche una strategia di trasmissione che identifica le entità alle quali trasmettere gli ordini in ragione delle strategie di esecuzione adottate da queste ultime.
2. Le Società differenziano la strategia di trasmissione, tenendo conto almeno:
  - a) delle diverse categorie di strumenti finanziari trattati - come ad esempio *equities*, strumenti di debito, quote di OICR, strumenti derivati - e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi (trattati su mercati regolamentati, OTC, ecc.);
  - b) nell'ambito della gestione collettiva, degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR gestito, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; nell'ambito della gestione di portafogli, delle caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale.

Le Società possono differenziare la strategia di trasmissione sulla base di criteri



ulteriori, ad esempio prendendo in considerazione la tipologia di ordine.

3. La strategia di trasmissione degli ordini:

- a) descrive la strategia utilizzata per ottenere il miglior risultato possibile nella trasmissione degli ordini per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti;
- b) indica l'importanza relativa assegnata ai fattori di cui alla Linea Guida n. 1.2, oppure la procedura per determinare la loro importanza relativa, e descrive il modo in cui gli stessi incidono sulla selezione delle entità da includere nella strategia di trasmissione;
- c) identifica le entità a cui sono trasmessi gli ordini degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.

**Commento**

- *Il paragrafo 1 riprende quanto disposto dall'art. 48 e dall'art. 70 del NRI e prevede che, nell'ambito delle misure da adottare per ottenere il miglior risultato possibile, le SGR definiscono una strategia di trasmissione volta ad individuare gli intermediari a cui trasmettere gli ordini sulla base delle strategie di esecuzione di questi ultimi.*
- *La Linea Guida individua, partendo dalle indicazioni del CESR, l'articolazione della strategia di trasmissione e il contenuto minimo che questa dovrebbe avere. Le Società dovrebbero differenziare la strategia di trasmissione in modo da poter sempre conseguire il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti; il livello di differenziazione dovrebbe quindi tenere conto quantomeno degli elementi indicati nel paragrafo 2, fermo restando che le Società potrebbero adottarne di ulteriori.*
- *La strategia di trasmissione non dovrebbe limitarsi ad elencare le entità a cui trasmettere gli ordini, ma piuttosto dovrebbe delineare, secondo le indicazioni del paragrafo 3, le modalità con cui le Società intendono conseguire il miglior risultato possibile; in tale ottica, l'individuazione delle entità costituisce solamente il punto conclusivo ed operativo di un documento più articolato che illustra, sulla base delle differenziazioni descritte, anche l'insieme delle misure predisposte e le ragioni che hanno indotto le Società ad adottare una particolare strategia. Infine, il documento dovrebbe indicare l'importanza relativa assegnata ai fattori di best execution, oppure la procedura per determinare la loro importanza relativa, e dovrebbe descrivere il modo in cui gli stessi incidono sulla selezione delle entità.*

**Linea Guida n. 2.2 – Selezione delle entità**

1. Le Società selezionano le sole entità che hanno una strategia di esecuzione compatibile con l'ordine di importanza dei fattori di cui alla Linea Guida n. 1.2; la strategia di esecuzione delle entità deve anche garantire che gli ordini dei clienti al dettaglio trasmessi dalle Società siano eseguiti nel rispetto della normativa sul corrispettivo totale di cui all'art. 45, comma 5 del NRI.
2. Allo scopo di accertare che le entità consentano di ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti, le Società valutano se ciascuna di queste:
  - a) sia soggetta alla disciplina sulla *best execution* del NRI o comunque della direttiva 2004/39/CE e acconsenta a trattare le Società come clienti



professionali o al dettaglio;

- b) sia disposta ad obbligarsi contrattualmente all'adempimento della disciplina sulla *best execution* del NRI o comunque della direttiva 2004/39/CE;
- c) nei casi di cui alle lett. a) e b), possa dimostrare un'elevata qualità di esecuzione della tipologia di ordini che le Società normalmente le trasmettono.

Qualora le Società intendano selezionare un'entità non soggetta alla disciplina sulla *best execution* dettata dal NRI o dalla direttiva 2004/39/CE (ad esempio, un'entità non appartenente ad uno Stato membro dello Spazio Economico Europeo - SEE), queste si assicurano che le misure di esecuzione dell'entità le permettano di ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.

- 3. Le Società possono selezionare anche una sola entità, purché questa sia in grado di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per gli ordini trasmessi per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti; inoltre, le Società devono ragionevolmente ritenere che tale entità consenta loro di conseguire risultati almeno equivalenti a quelli che potrebbero ottenere mediante altri soggetti.
- 4. Le Società possono selezionare le entità a cui trasmettere gli ordini anche sulla base di uno o più tra i seguenti criteri:

- a) Struttura organizzativa e gestione dei conflitti di interesse;

Le Società valutano la struttura organizzativa ed eventuali conflitti di interesse con l'entità a cui intendono trasmettere gli ordini.

- b) Qualità ed efficienza dei servizi forniti;

- c) Qualità delle informazioni sull'esecuzione;

- d) Capacità dell'entità di minimizzare i costi totali di negoziazione, pur conservando la propria stabilità finanziaria;

Le Società verificano, ad esempio, se l'entità può:

- i. operare nei periodi di elevata volatilità dei mercati;
- ii. minimizzare il numero di negoziazioni incompiute.

- e) Livello di competenza nelle negoziazioni;

La valutazione della competenza dell'entità può riguardare, ad esempio, le seguenti attività:

- i. massimizzazione delle opportunità di miglioramento dei prezzi;
- ii. riservatezza nell'esecuzione degli ordini;
- iii. capacità di eseguire volumi di negoziazioni inusuali.

- f) Accesso al mercato primario;

Le Società verificano la partecipazione dell'entità alle operazioni del mercato primario (IPO, collocamenti sul secondario, aumenti di capitale, ecc.).

- g) Solidità patrimoniale.

Le Società valutano le condizioni finanziarie dell'entità, prendendo in considerazione, se disponibile, anche il *rating* a questa assegnato da primarie



società specializzate.

Ognuno dei criteri descritti concorre a definire la valutazione complessiva di ciascuna entità ai fini della sua eventuale selezione e del conseguente inserimento nella strategia di trasmissione.

### **Commento**

- *Il paragrafo 1 chiarisce il contenuto dell'unico criterio di selezione espressamente dettato dagli artt. 48 e 70, comma 2 del NRI, ai sensi del quale le Società scelgono le entità in ragione delle strategie di esecuzione adottate da queste ultime; tale criterio costituisce pertanto il metro di misura con cui individuare gli intermediari che possono essere selezionati, ferma restando la facoltà delle Società di adottare criteri ulteriori.*

*In tale contesto, gli artt. 48 e 70 del NRI e il paragrafo 1 della Linea Guida intendono evitare che le Società, pur avendo definito un'apposita gerarchia di fattori di best execution, trasmettano ordini a soggetti che, a causa di una strategia di esecuzione con questa incompatibile, non consentano di conseguire il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.*

- *Sulla base delle indicazioni del CESR, il paragrafo 2 individua alcune condizioni a cui dovrebbe essere subordinata la selezione degli intermediari affinché le Società siano conformi alla normativa comunitaria.*

*Con riferimento all'ipotesi sub a) del paragrafo 2, le Società dovrebbero selezionare i soli intermediari che le classificano quali clienti professionali o clienti al dettaglio, al fine di garantire il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti. In conformità alla disciplina comunitaria, infatti, le SGR sono considerate controparti qualificate dal TUF e di conseguenza non avrebbero diritto a ricevere la best execution dalle entità a cui si rivolgono, salvo che queste non accettino in modo espresso di classificarle diversamente secondo quanto disposto dall'art. 58 del NRI.*

*Il CESR ha chiarito che le Società possono fare affidamento su una particolare entità, qualora abbiano accertato che l'intermediario sia soggetto all'art. 21 della direttiva 2004/39/CE (recepito dagli artt. 45, 46 e 47 del NRI) o si vincoli contrattualmente alla sua applicazione; allo stesso tempo, è comunque necessario che le SGR abbiano stabilito che l'entità possieda delle misure di esecuzione che consentano di soddisfare gli obblighi di best execution. Al ricorrere delle circostanze esposte, il CESR ritiene che le Società possano limitarsi alla mera trasmissione degli ordini, fermi restando naturalmente gli ulteriori obblighi imposti dalla normativa, quali ad esempio l'attuazione di un'appropriata strategia di trasmissione e l'attività di monitoraggio e di riesame.*

*Si segnala, inoltre, che le SGR possono selezionare anche un'entità non soggetta alla disciplina sulla best execution in quanto, ad esempio, non appartenente ad uno Stato membro del SEE (di cui attualmente fanno parte tutti gli Stati membri dell'UE insieme all'Islanda, al Liechtenstein ed alla Norvegia), purché si siano assicurate che le misure di esecuzione adottate dall'entità consentano alle SGR medesime di conformarsi ai propri obblighi in materia di best execution; in caso contrario, le Società dovrebbero astenersi dal trasmettere ordini al suddetto intermediario, in quanto questo non sarebbe nelle condizioni di far conseguire loro il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.*

*Nell'ambito del rapporto tra le Società e gli intermediari a cui queste si rivolgono,*



potrebbe non essere agevole definire la ripartizione delle competenze e delle responsabilità; come già accennato, il considerando 75 della direttiva 2006/73/CE ha chiarito che non è richiesta una duplicazione degli sforzi ai fini dell'esecuzione alle condizioni migliori.

- *Le Società possono decidere di selezionare un'unica entità a cui trasmettere gli ordini, solo dopo aver accertato che questa sia idonea a far conseguire la best execution per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.*

*La strategia di trasmissione dovrebbe motivare adeguatamente la decisione adottata, illustrando i vantaggi in tal modo conseguibili ed evidenziando le ragioni che inducono le SGR a ritenere soddisfatti i criteri definiti nel paragrafo 3; dal documento dovrebbe quindi emergere che la concentrazione degli ordini in un'unica entità non impedisce alle Società di conformarsi agli obblighi regolamentari e che l'intermediario scelto è competitivo, poiché garantisce risultati non inferiori a quelli di altri soggetti. Inoltre, la CONSOB ha precisato che la selezione di un solo intermediario deve essere e permanere giustificata alla luce di una effettiva valutazione del corrispettivo totale gravante sul cliente.*

*Nel contesto descritto, anche le successive attività di monitoraggio e di revisione assumono particolare rilevanza, poiché dovrebbero accertare se la scelta fatta sia effettivamente la più vantaggiosa nell'interesse degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti o se, piuttosto, altri intermediari avrebbero consentito di ottenere performance migliori.*

- *Il paragrafo 4 elenca, a titolo esemplificativo, ulteriori criteri di valutazione delle entità che comunque non sostituiscono quelli direttamente o indirettamente desumibili dagli artt. 48 e 70 del NRI.*

### **Linea Guida n. 2.3 – Trasmissione degli ordini**

1. Le Società trasmettono gli ordini alle sole entità selezionate; tuttavia, in casi eccezionali e al fine di ottenere il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini, possono utilizzare un'entità non identificata nella propria strategia.

Le Società adottano un'apposita procedura interna che disciplini le condizioni a cui è subordinato il ricorso a tale modalità operativa.

2. Le Società devono applicare la strategia di trasmissione a ciascun ordine da inoltrare, allo scopo di ottenere il miglior risultato possibile per l'OICR o per il portafoglio del cliente in conformità a tale strategia.

#### **Commento**

- *Il paragrafo 1 chiarisce che le Società possono inoltrare ordini ad entità non selezionate quando si verificano circostanze eccezionali, come ad esempio la necessità di soddisfare la richiesta di un cliente avente ad oggetto uno strumento finanziario inusuale non acquistabile mediante gli intermediari già individuati. Si sottolinea comunque che il ricorso sistematico ad una nuova entità dovrebbe determinare, quantomeno durante l'attività di riesame, una modifica della strategia di trasmissione volta al suo inserimento.*

*Inoltre, la circostanza che le Società abbiano adottato una strategia di trasmissione, non impedisce loro di inoltrare all'intermediario un ordine fornendo specifiche*



indicazioni (con oggetto, ad esempio, modalità o sede di esecuzione), purché queste siano coerenti con l'obbligo di perseguire il miglior risultato possibile per gli OICR e per i portafogli dei clienti.

- Il paragrafo 2 evidenzia che la disciplina in commento prevede un obbligo per le SGR di applicare la strategia di trasmissione a ciascuno degli ordini da inoltrare, con l'intento di raggiungere detto risultato per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.

### 3. Informazioni agli investitori e ai clienti

Art. 48	Art. 70
[...]	[...]
3. Gli intermediari forniscono informazioni appropriate ai loro clienti sulla propria strategia di trasmissione stabilita ai sensi del presente articolo.	3. Le società di gestione del risparmio e le SICAV forniscono agli investitori informazioni appropriate sulla propria strategia di trasmissione stabilita ai sensi del presente articolo.
[...]	[...]

#### Linea Guida n. 3.1 – Disposizioni comuni alla gestione di portafogli e alla gestione collettiva

1. Le Società forniscono, in modo comprensibile, informazioni appropriate agli investitori e ai clienti sulla strategia di trasmissione adottata; le informazioni devono tenere conto delle differenziazioni previste dalla Linea Guida n. 2.1 e devono consentire agli investitori e ai clienti l'adozione di una decisione informata in merito al ricorso alla gestione collettiva e al servizio di gestione di portafogli.
2. Le Società valutano se sia necessario comprendere tra le informazioni appropriate da fornire agli investitori e ai clienti:
  - a) l'importanza relativa dei fattori di cui alla Linea Guida n. 1.2;
  - b) il procedimento utilizzato per selezionare le entità;
  - c) le entità selezionate
3. Nel caso in cui la gestione della totalità o di parte del patrimonio di un OICR, ovvero del portafoglio di un cliente, sia affidata ad altri intermediari abilitati, le Società comunicano agli investitori e al cliente le informazioni relative alla propria strategia di trasmissione, curando che l'intermediario delegato eserciti la delega in modo coerente con la strategia di trasmissione delineata dalle Società e comunicata agli investitori e ai clienti.

#### **Commento**

- L'art. 48 e l'art. 70 del NRI non contengono una definizione di "informazioni appropriate" e pertanto la Linea Guida chiarisce il loro contenuto sulla base delle indicazioni del CESR.

Si sottolinea che le informazioni riportate nella Linea Guida assolvono la delicata funzione di tutelare i clienti e gli investitori, ponendoli nelle condizioni di valutare autonomamente l'efficienza della strategia di trasmissione e la sua compatibilità con le loro esigenze; evidentemente, ciò è possibile solo se le Società comunicano ai clienti



e agli investitori gli elementi principali della strategia adottata.

Con riferimento alla sola gestione di portafogli, si sottolinea che, contrariamente a quanto previsto per l'esecuzione degli ordini, le Società non devono richiedere il consenso preliminare dei clienti sulla strategia di trasmissione; inoltre, l'art. 48 non fornisce alcuna indicazione sul contenuto delle informazioni da comunicare ai clienti al dettaglio prima della prestazione del servizio.

- Il paragrafo 2 prevede che le SGR valutino l'opportunità di includere tra le informazioni appropriate l'importanza relativa dei fattori di best execution, il procedimento utilizzato per selezionare gli intermediari e l'elenco di questi ultimi; al riguardo, si evidenzia che la comunicazione di tali informazioni è necessaria solo nei limiti in cui sia funzionale alla tutela degli investitori e dei clienti.
- Il paragrafo 3 specifica che, in caso di delega di gestione, il cliente e l'investitore ricevono le informazioni relative alla strategia di trasmissione degli ordini. Nella fattispecie descritta, le Società concordano con il soggetto delegato la strategia di trasmissione/esecuzione a cui quest'ultimo dovrà uniformarsi nell'esercizio della delega conferitagli; le SGR provvedono, altresì, ad elaborare criteri e meccanismi volti a verificare, in concreto, l'effettiva conformità delle scelte gestorie tempo per tempo assunte dal delegato alle strategie previamente definite.

#### Linea Guida n. 3.2 – Gestione collettiva<sup>2</sup>

1. Nell'ipotesi in cui le attività di promozione e di gestione siano svolte in modo separato, la Società promotrice, ove non diversamente stabilito, comunica agli investitori la strategia di trasmissione adottata dalla Società gestore.

#### Commento

- Secondo quanto previsto dal paragrafo 1, in caso di c.d. "delega genetica" ai sensi dell'art. 36 del TUF, le Società promotrici possono adempiere all'obbligo di fornire informazioni appropriate agli investitori, comunicando loro la strategia di trasmissione adottata dalla SGR gestore. Al riguardo, si segnala che la convenzione tra le Società promotrici ed i gestori, stipulata ai sensi dell'art. 34 del Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB (adottato ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del TUF), dovrebbe disciplinare anche il ruolo che ogni soggetto assume con riferimento alla best execution, ferma restando la responsabilità solidale verso gli investitori (art. 36, comma 5 del TUF).

#### 4. Istruzioni del cliente

Art. 48 [...]	
4. In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'intermediario è tenuto ad attenersi alle stesse,	

<sup>2</sup> La Linea Guida non delinea la ripartizione delle informazioni appropriate di cui all'art. 70, comma 3 del NRI all'interno del Prospetto di Offerta, in attesa dell'emanazione da parte della CONSOB delle modifiche al Regolamento Emittenti in materia.





limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute. [...]	
--	--

#### Linea Guida n. 4 – Istruzioni del cliente

1. Quando il cliente di una gestione di portafoglio impartisce istruzioni specifiche, le Società le eseguono disapplicando, ove non compatibili, le misure predisposte per ottenere il miglior risultato possibile. Qualora l'istruzione ricevuta non comprenda alcuni elementi dell'ordine, le Società devono garantire la *best execution*, in conformità alle proprie misure ed alla propria strategia di trasmissione, con riferimento alla sola parte dell'ordine non ricompresa nelle indicazioni ricevute.
2. Le Società si astengono dall'incoraggiare il cliente a dare istruzioni ai fini dell'esecuzione dell'ordine in un determinato modo, quando dovrebbero ragionevolmente sapere che tali istruzioni possono impedire il conseguimento del migliore risultato possibile.

#### Commento

- Sulla base di quanto previsto dall'art. 48 del NRI, il paragrafo 1 definisce una linea di condotta per le SGR che ricevono un'istruzione specifica da un cliente; in particolare, la Linea Guida intende salvaguardare sia la corretta esecuzione dell'istruzione sia l'applicazione delle misure e della strategia di trasmissione predisposte dalla Società alle componenti dell'ordine non coperte dalle indicazioni ricevute dal cliente.
- Il paragrafo 2 della Linea Guida riprende parte del considerando 68 della direttiva 2006/73/CE, che affronta la questione con riferimento all'esecuzione degli ordini, e dettano un principio volto ad evitare che il cliente sia incoraggiato ad impartire istruzioni potenzialmente incompatibili con il proprio interesse.

#### 5. Monitoraggio

Art. 48 [...]	Art. 70 [...]
5. Gli intermediari controllano l'efficacia della strategia di cui al comma 2 ed in particolare verificano la qualità dell'esecuzione da parte dei soggetti identificati per l'esecuzione degli ordini, e, se del caso, pongono rimedio ad eventuali carenze. [...]	4. Le società di gestione del risparmio e le SICAV controllano l'efficacia della strategia di cui al comma 2 e, in particolare, verificano la qualità dell'esecuzione da parte dei soggetti identificati per l'esecuzione degli ordini e, se del caso, pongono rimedio a eventuali carenze. [...]

#### Linea Guida n. 5 – Monitoraggio

1. Le Società stabiliscono il metodo più appropriato per controllare l'efficacia della strategia di trasmissione degli ordini.
2. Le Società verificano, anche mediante un controllo a campione:
  - a) se hanno agito in conformità alla strategia di trasmissione adottata; detta



verifica è condotta in via continuativa e, a tal fine, le Società verificano altresì il funzionamento delle procedure adottate a presidio della *best execution* a diversi livelli dell'organizzazione aziendale;

- b) se il risultato ottenuto rappresenta il migliore risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.
3. Le Società verificano la qualità di esecuzione delle entità utilizzate sulla base, oltre che dei criteri impiegati ai fini della loro inclusione nella strategia di trasmissione, anche dei seguenti parametri quantitativi e qualitativi ove pertinenti:
- a) prezzo;
  - b) commissioni;
  - c) tempestività delle informazioni;
  - d) minimizzazione degli ineseguiti;
  - e) precisione nell'esecuzione degli ordini;
  - f) efficienza dei sistemi di regolamento;
  - g) capacità dell'entità di accedere alle varie sedi di esecuzione.
4. L'attività di monitoraggio può anche includere il confronto tra transazioni simili:
- a) con la medesima entità, allo scopo di verificare se è corretta la valutazione sulle modalità di esecuzione degli ordini; oppure
  - b) con differenti entità, individuate tra quelle incluse nella strategia di trasmissione, al fine di verificare se è stata scelta l'entità migliore per una specifica tipologia di transazione.
5. Qualora dall'attività di controllo risulti che non è stato ottenuto il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti, le Società verificano se ciò è avvenuto a causa del mancato rispetto della strategia di trasmissione adottata o se piuttosto questa presenta delle carenze; in tal caso, le Società provvedono a modificare in modo appropriato la strategia di trasmissione secondo quanto previsto dalla Parte III.

### **Commento**

- *In conformità alla disciplina comunitaria, il NRI richiede alle Società di controllare la strategia di trasmissione e la qualità dell'esecuzione degli ordini da parte degli intermediari a cui si rivolgono, pur non indicando come provvedervi. La Linea Guida, pertanto, intende fornire alcuni chiarimenti sulle caratteristiche salienti del monitoraggio e sulle azioni da intraprendere in conseguenza dei suoi risultati.*
- *Ai sensi dei paragrafi 1 e 2, le Società dovrebbero valutare su base regolare specifiche transazioni ed appurare se hanno agito in conformità alla propria strategia di trasmissione e se in tal modo hanno ottenuto il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti; le SGR sono libere di determinare la metodologia da adottare, tenendo comunque presente che non è richiesto loro di sottoporre a monitoraggio tutte le transazioni, in quanto ciò richiederebbe un impiego di risorse sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti. Inoltre, le Società dovrebbero modulare l'attività di monitoraggio (e quella di riesame) in funzione delle modalità con cui inoltrano gli ordini; infatti, contrariamente alle SGR che si limitano alla loro*



*semplice trasmissione, quelle che impartiscono agli intermediari istruzioni specifiche dovrebbero monitorare (e sottoporre a riesame) l'impatto della gestione degli ordini sulla qualità della esecuzione ottenuta.*

- Il paragrafo 3 indica a titolo esemplificativo alcuni criteri per valutare la qualità di esecuzione delle entità, ferma restando la necessità di sottoporre a monitoraggio tutti gli indicatori rispetto ai quali è avvenuta la loro individuazione.*
- Il paragrafo 4 prevede che le SGR possono includere tra le attività legate al monitoraggio anche il confronto tra transazioni simili con il medesimo intermediario o con differenti intermediari individuati tra quelli inclusi nella strategia di trasmissione.*
- Ai sensi dell'art. 48 e dell'art. 70 del NRI, le Società hanno l'obbligo di porre rimedio alle eventuali carenze riscontrate a seguito dell'attività di monitoraggio; al riguardo, il paragrafo 5 della Linea Guida chiarisce che le SGR sono tenute a modificare anche la strategia di trasmissione qualora risulti che questa non abbia consentito di ottenere la best execution per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.*

## 6. Riesame

Art. 48 [...]	Art. 70 [...]
6. Gli intermediari riesaminano la strategia di trasmissione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità dell'impresa di continuare ad ottenere il migliore risultato possibile per i propri clienti.	5. Le società di gestione del risparmio e le SICAV riesaminano le misure e la strategia di trasmissione con periodicità almeno annuale e, comunque, al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di continuare a ottenere il migliore risultato possibile per gli OICR gestiti.
[...]	

### Linea Guida n. 6 – Riesame

1. Le Società adottano procedure appropriate che consentano di assicurare un corretto svolgimento dell'attività di riesame e di individuare le circostanze rilevanti tali da influire sulla capacità dell'impresa di continuare ad ottenere il migliore risultato possibile per gli OICR gestiti e per i propri clienti; se opportuno, le procedure coinvolgono gli operatori di *front office*, di *middle office*, gli analisti, le funzioni operative e con ruoli di supporto e quei soggetti che, grazie all'attività svolta, possono avere informazioni rilevanti sull'esecuzione delle operazioni e sulla qualità dei servizi forniti dalle entità.
2. Le Società verificano che la strategia di trasmissione adottata includa tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei propri clienti. In particolare, valutano se possono conseguire in modo duraturo migliori risultati di esecuzione qualora:
  - a) includano nella strategia di trasmissione entità differenti o ulteriori rispetto a quelle già identificate;
  - b) modifichino qualunque altro aspetto concernente la strategia di trasmissione.



3. Le Società riesaminano altresì la qualità di esecuzione delle entità utilizzate. Il riesame può essere svolto considerando, oltre ai criteri impiegati per l'individuazione delle entità da includere nella strategia di trasmissione, anche i seguenti parametri qualitativi e quantitativi ove pertinenti:
  - a) prezzo;
  - b) commissioni;
  - c) tempestività delle informazioni;
  - d) minimizzazione degli ineseguiti;
  - e) precisione nell'esecuzione degli ordini;
  - f) efficienza dei sistemi di regolamento;
  - g) capacità dell'entità di accedere alle varie sedi di esecuzione.
4. Le Società, che possono allo stesso tempo eseguire e trasmettere gli ordini, confrontano le proprie *performance* di esecuzione con quelle delle entità a cui gli ordini sono trasmessi.
5. Le eventuali modifiche alla strategia di trasmissione, conseguenti all'esito dell'attività di revisione, sono sottoposte all'approvazione dell'organo competente secondo quanto previsto dalla Parte III.

#### **Commento**

- *Il riesame rientra nell'ambito delle attività che le Società eseguono per verificare se hanno effettivamente ottenuto il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i propri clienti; in tal senso, lo svolgimento delle attività di riesame presuppone la necessaria valutazione anche delle risultanze e degli elementi informativi emersi all'esito della fase di monitoraggio. La Linea Guida introduce alcuni principi applicativi volti a delineare le caratteristiche principali del riesame, anche in considerazione dell'assenza nel NRI di una disciplina di dettaglio.*
- *L'attività di riesame potrebbe rivelarsi particolarmente complessa per le Società; pertanto, in conformità al paragrafo 1, le SGR dovrebbero adottare una procedura "appropriata" allo scopo di coinvolgere quelle funzioni che, in virtù delle competenze loro assegnate, possano contribuire ad una proficua valutazione della strategia di trasmissione e suggerire le necessarie modifiche, qualora rilevino delle criticità. Inoltre, le Società dovrebbero stabilire a quali funzioni attribuire la responsabilità di individuare le "circostanze rilevanti" ai sensi dell'art. 48 e dell'art. 70 del NRI.*
- *Il paragrafo 2 richiede alle Società di appurare se la strategia di trasmissione già includa tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile o se invece, alla luce delle verifiche indicate, vi siano significativi margini di miglioramento.*
- *Il paragrafo 3 dispone che le Società riesaminino la qualità di esecuzione degli intermediari utilizzati e suggerisce, a titolo esemplificativo, alcuni criteri di valutazione.*
- *Il paragrafo 4 intende garantire che le Società, in grado di eseguire e trasmettere ordini, scelgano la modalità operativa più idonea ad ottenere il miglior risultato possibile; a tal fine, le SGR dovrebbero valutare criticamente se vi siano margini di miglioramento nelle proprie performance di esecuzione o se, piuttosto, sia opportuno*



*rivolgersi agli intermediari selezionati nella strategia di trasmissione.*

- *Il paragrafo 5 intende coordinare la necessità di migliorare la strategia di trasmissione, a seguito dell'attività di riesame, con quanto previsto dalla Parte III delle Linee Guida in merito all'individuazione da parte delle SGR degli organi competenti ad approvare le modifiche ritenute opportune.*



## PARTE II – Esecuzione di ordini

### 7. Ambito di applicazione e fattori di best execution

Nuovo Regolamento Intermediari	
<p style="text-align: center;"><b>Libro I</b> <b>Fonti normative e definizioni</b> [...] <b>Art. 2</b> <b>(Definizioni)</b></p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per: [...]</p> <p>e) «sede di esecuzione»: un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), un internalizzatore sistematico, un market maker o altro negoziatore per conto proprio, nonché una sede equivalente di un paese extracomunitario; [...]</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Libro III</b> <b>Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori</b> [...] <b>Parte II</b> <b>Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori</b> [...] <b>Titolo III</b> <b>Best execution</b> [...] <b>Art. 48</b> [...]</p> <p>7. Il presente articolo non si applica quando l'intermediario che presta il servizio di gestione di portafogli e/o di ricezione e trasmissione degli ordini esegue altresì gli ordini ricevuti o le decisioni di negoziare per conto del portafoglio dei suoi clienti. In tali casi si applica il Capo I.</p>	<p style="text-align: center;"><b>Libro IV</b> <b>Prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e commercializzazione di OICR</b> [...] <b>Parte II</b> <b>Trasparenza e correttezza nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio</b> [...] <b>Titolo II</b> <b>Best execution</b></p>



<p><b>Capo I - Esecuzione di ordini per conto dei clienti</b></p> <p><b>Art. 45</b></p> <p><i>(Misure per l'esecuzione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente)</i></p> <p>1. Gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci, per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.</p> <p>2. Per stabilire l'importanza relativa dei fattori di cui al comma 1, gli intermediari tengono conto dei seguenti criteri:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale;</li><li>b) caratteristiche dell'ordine del cliente;</li><li>c) caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine;</li><li>d) caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.</li></ul> <p>[...]</p>	<p><b>Capo I - Esecuzione di ordini per conto di OICR</b></p> <p><b>Art. 68</b></p> <p><i>(Misure per l'esecuzione degli ordini su strumenti finanziari alle condizioni più favorevoli per gli OICR)</i></p> <p>1. Le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano tutte le misure ragionevoli e i meccanismi efficaci per ottenere, allorché eseguono gli ordini su strumenti finanziari per conto degli OICR gestiti, il miglior risultato possibile avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.</p> <p>2. Per stabilire l'importanza relativa dei fattori di cui al comma 1, le società di gestione del risparmio e le SICAV tengono conto dei seguenti criteri:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) gli obiettivi, la politica di investimento e i rischi specifici dell'OICR, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR;</li><li>b) le caratteristiche dell'ordine;</li><li>c) le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi;</li><li>d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.</li></ul> <p>[...]</p>
--	---

### **Linea Guida n. 7.1 - Ambito di applicazione**

1. Le Linee Guida che seguono si applicano alle Società che intendono eseguire gli ordini su strumenti finanziari per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.
2. Costituisce esecuzione di ordini anche l'ipotesi in cui le Società si rivolgano ad un intermediario in modalità di *request for quote*.



3. Le Linee Guida che seguono non si applicano all'attività caratteristica dei fondi mobiliari chiusi specializzati nel *private equity* o *venture capital* nonché dei fondi immobiliari. Quando l'operatività di tali fondi si concretizzi in investimenti temporanei di liquidità, come ad esempio in strumenti del mercato monetario, le Società che eseguono i relativi ordini osservano le Linee Guida che seguono.

### Commento

- *Il paragrafo 1 definisce l'ambito di applicazione della Parte II delle Linee Guida, chiarendo che questa si rivolge alle SGR che intendano eseguire direttamente gli ordini per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.*

*In conformità alla direttiva 2006/73/CE, il NRI si astiene dal disciplinare direttamente l'attività delle Società che, nell'ambito della gestione di portafogli, eseguono "le decisioni di negoziare"; infatti l'art. 48, comma 7, si limita a richiamare integralmente la normativa dettata per gli intermediari che prestano il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti. Per quanto concerne invece la gestione collettiva, il NRI ha preferito delineare una specifica normativa, sostanzialmente coincidente con quella prevista per l'esecuzione di ordini, salvo naturalmente alcune differenze legate alle peculiarità del servizio.*

*Per quanto concerne l'ambito di applicazione della normativa, si precisa che questo riguarda tutti gli strumenti finanziari a prescindere dalla circostanza che siano negoziati in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o al di fuori di questi (OTC); di conseguenza, le Società devono includere nella strategia di esecuzione tutti gli strumenti finanziari che intendono negoziare durante lo svolgimento dell'attività di gestione collettiva e di gestione di portafogli.*

- *Come evidenziato dal paragrafo 2, rientra nell'ambito di applicazione dell'art. 48, comma 7 e dell'art. 68 del NRI l'ipotesi in cui le Società compiano in modalità request for quote (RFQ) un'operazione con un intermediario a cui, ad esempio, hanno chiesto di "quotare" uno strumento finanziario che intendono acquistare o vendere; in tal caso, le SGR devono considerare l'intermediario una vera e propria execution venue (art. 2 del NRI). Di conseguenza, le SGR devono prevedere l'operazione nella execution policy adottata, includendo l'intermediario tra le sedi di esecuzione idonee a garantire in modo duraturo il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.*

*Al riguardo, si segnala che la Commissione Europea nel "Working Document ESC-07-2007", allegato alle Linee Guida del CESR, ha fornito alcuni chiarimenti in merito alle problematiche sul "dealing on quote" emerse a livello comunitario. In particolare, la Commissione Europea ha specificato che un intermediario non è tenuto alla best execution quando negozia strumenti finanziari a valere su posizioni proprie, a seguito di una specifica richiesta di un cliente o della sua accettazione di un'offerta formulata dallo stesso intermediario; infatti, al ricorrere delle condizioni esposte, quest'ultimo non presta il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti e non è soggetto all'obbligo di garantire il miglior risultato possibile. Rientra in tali circostanze, sempre secondo la Commissione Europea, anche l'ipotesi in cui l'intermediario negozi posizioni proprie in modalità di request for quote allorché, ad esempio, un cliente chieda di "quotare" uno strumento finanziario e, a seguito della comunicazione del prezzo, decida di accettare la proposta ricevuta; l'intermediario, infatti, non deve assicurare alla sua controparte (ad esempio, una SGR) le tutele previste per il servizio di esecuzione degli ordini per conto dei clienti (inclusa naturalmente la best execution).*





- *Il paragrafo 3 riprende gli orientamenti espressi dalla CONSOB nel documento sugli esiti della consultazione al NRI con riferimento ai fondi mobiliari chiusi specializzati nel private equity o nel venture capital e li estende anche ai fondi immobiliari; infatti, non vi sono ragioni di carattere sostanziale per trattare in modo differente le due fattispecie che invece presentano problematiche analoghe sotto il profilo della best execution.*

## **Linea Guida n. 7.2 – Fattori di best execution**

1. Le Società, quando eseguono gli ordini su strumenti finanziari per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti, adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile, prendendo in considerazione almeno i seguenti fattori: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine o qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.
2. Le Società definiscono l'importanza relativa di ciascuno dei fattori di cui al paragrafo 1, tenendo conto dei seguenti criteri:
  - a) nell'ambito della gestione collettiva, gli obiettivi, la politica di investimento e i rischi specifici dell'OICR gestito, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; nell'ambito della gestione di portafogli, le caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale;
  - b) le caratteristiche dell'ordine;
  - c) le caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine e, nel caso di gestione di OICR, anche le caratteristiche delle condizioni di liquidabilità degli strumenti finanziari medesimi;
  - d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.

### **Commento**

- *Si segnala che l'elenco dei fattori di esecuzione previsto dall'art. 45 e dall'art. 68 del NRI e riportato dal paragrafo 1 della Linea Guida non è esaustivo, in quanto le Società possono individuarne di ulteriori, qualora li ritengano rilevanti nell'interesse degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.*
- *Sulla base di quanto disposto dall'art 45 e dall'art. 68 del NRI, il paragrafo 2 individua i criteri di cui le SGR devono tener conto per la definizione dell'importanza relativa dei fattori di best execution.*

## **8. Strategia di esecuzione**

Art. 45 [...]	Art. 68 [...]
3. Nel rispetto dei commi 1 e 2, gli intermediari adottano una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata a:	3. Nel rispetto dei commi 1 e 2, le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata a:



<p>a) individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente;</p> <p>b) orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della lettera a).</p> <p>[...]</p>	<p>a) individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini;</p> <p>b) orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della lettera a).</p> <p>[...]</p>
--	--

### Linea Guida n. 8.1 – Strategia di esecuzione

1. Le Società differenziano la strategia di esecuzione in modo da poter conseguire il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti. A tal fine, tengono conto almeno:

- a) delle diverse categorie di strumenti finanziari trattati - come ad esempio *equities*, strumenti di debito, quote di OICR, strumenti derivati - e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi (trattati sui mercati regolamentati, OTC, ecc.);
- b) nell'ambito della gestione collettiva, degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR gestito, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; nell'ambito della gestione di portafogli, delle caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale.

Le Società possono differenziare la strategia di esecuzione sulla base di criteri ulteriori, ad esempio prendendo in considerazione la tipologia di ordine.

2. La strategia di esecuzione degli ordini:

- a) descrive la strategia utilizzata per ottenere il miglior risultato possibile nell'esecuzione degli ordini per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti, incluse le principali misure adottate per ottenere la *best execution* e il modo in cui queste consentono alle Società di ottenerlo;
- b) indica l'importanza relativa assegnata ai fattori di cui all'art. 45 del NRI, oppure la procedura per determinare la loro importanza relativa, e descrive il modo in cui gli stessi incidono sulla selezione delle sedi da includere nella strategia di esecuzione;
- c) identifica le sedi di esecuzione utilizzate a cui sono trasmessi gli ordini degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.
- d) definisce i criteri volti ad orientare la scelta delle sedi di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della precedente lettera c).

3. Nel caso di ordini di sottoscrizione o di rimborso di OICR non quotati le Società possono indicare nella strategia di esecuzione che detti ordini vengono eseguiti sulla base del valore unitario della quota calcolato dalla Società di gestione o dalla SICAV.



## Commento

- *Ai sensi dell'art. 45 e dell'art. 68 del NRI, la strategia di esecuzione persegue l'obiettivo di individuare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere il miglior risultato possibile e di orientare, successivamente, la scelta della sede più opportuna fra quelle già selezionate. Ferme restando le differenziazioni previste dalla Linea Guida, vi è quindi una prima parte del documento in cui è riportato l'insieme delle sedi selezionate, in quanto giudicate idonee a garantire la best execution sulla base della gerarchia dei fattori inizialmente definita dalle Società; vi è poi una seconda parte in cui sono descritte le modalità ed i criteri in base ai quali individuare concretamente la execution venue su cui eseguire un particolare ordine.*

*La strategia di esecuzione può comprendere anche quelle sedi che non assicurano in modo duraturo il miglior risultato possibile, in quanto ad esempio ne permettono il conseguimento in via occasionale o temporanea. Tale considerazione è desumibile dal dato testuale delle due norme in commento ed è in linea con la ratio della best execution, in quanto consente alle Società di ampliare il novero delle sedi su cui eseguire gli ordini, con un evidente vantaggio per clienti e investitori.*

- *Le Linea Guida definisce i tratti essenziali della strategia di esecuzione, indicando l'articolazione ed il contenuto che questa dovrebbe avere secondo il CESR. In particolare, il paragrafo 1 individua gli elementi sulla base dei quali le SGR dovrebbero strutturare la strategia di esecuzione e chiarisce che il livello di differenziazione dovrebbe essere tale da consentire il conseguimento della best execution. Naturalmente, è fatta salva la possibilità di adottare differenziazioni ulteriori se ritenute utili (ad esempio, sulla base della tipologia di ordine).*
- *Fermo restando quanto disposto dal comma 3 dell'art. 45 e dal comma 3 dell'art. 68 del NRI, le SGR non dovrebbero limitarsi ad elencare le sedi di esecuzione su cui fanno affidamento per ottenere il miglior risultato possibile. Infatti, in conformità al paragrafo 2 della Linea Guida, l'execution policy dovrebbe essere un documento più ampio e complesso che delinea appunto la "strategia" ritenuta più opportuna nell'interesse degli investitori e dei clienti; in tale contesto, il documento descrive anche l'insieme delle misure poste in essere, motivando adeguatamente le ragioni che hanno indotto alla loro adozione. Naturalmente l'indicazione dei fattori di best execution e la descrizione del modo in cui questi hanno inciso sul processo di scelta delle sedi contribuiscono a completare il quadro complessivo degli strumenti posti in essere per conformarsi alle disposizioni regolamentari.*
- *Il paragrafo 3 precisa che nel caso di ordini di sottoscrizione o di rimborso di OICR non quotati le Società, ferma restando la necessità di assicurare che la selezione degli stessi OICR avvenga in conformità alla politica generale di investimento definita all'esito delle specifiche analisi e verifiche che debbono essere a tal fine condotte, possono limitarsi ad indicare nella propria strategia di esecuzione che detti ordini vengono eseguiti sulla base del valore unitario della quota calcolato dalla Società di gestione o dalla SICAV. Tale indicazione si ritiene sufficiente considerato che per l'investimento in OICR non quotati non esiste un problema di best execution e che le Società di gestione e le SICAV non costituiscono sedi di esecuzione ai sensi dell'art. 2 del NRI; inoltre, per gli OICR vi è sempre un NAV ufficiale per trade date. In tal caso resta comunque fermo l'obbligo generale per le Società di agire nel miglior interesse dei clienti e degli investitori. Qualora gli ordini di sottoscrizione e rimborso riguardino*



*quote o azioni di OICR quotati le SGR sono tenute ad applicare le norme sulla best execution.*

## **Linea Guida n. 8.2 – Selezione delle sedi di esecuzione**

1. Le Società selezionano le sedi di esecuzione sulla base dell'ordine di importanza dei fattori definito in conformità alla Linea Guida n. 7.2, identificando almeno quelle che consentono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.
2. Nella selezione delle sedi da includere nella strategia di esecuzione non viene presa in considerazione la quota parte delle commissioni proprie delle Società riferibile all'esecuzione degli ordini dei clienti.
3. Le Società non sono tenute ad includere nella strategia di esecuzione tutte le sedi di esecuzione disponibili.
4. Per una o più categorie di strumenti finanziari, la strategia di esecuzione può indicare anche una sola sede se questa consente alle Società di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini per conto degli OICR gestiti e dei portafogli dei clienti.

### **Commento**

- *La Linea Guida individua alcuni principi di cui le Società dovrebbero tenere conto nel procedimento di selezione delle sedi di esecuzione. In particolare, il paragrafo 1 specifica che l'ordine di importanza dei fattori di best execution costituisce il parametro di riferimento sulla base del quale effettuare la selezione e che pertanto le execution venues scelte devono avere caratteristiche compatibili con esso.*
- *Il paragrafo 2 chiarisce che, durante la selezione delle execution venues, le SGR non devono prendere in considerazione la quota parte delle commissioni proprie connesse all'esecuzione degli ordini dei clienti. Detto importo è generalmente costituito da una componente fissa, riconducibile ad esempio ai costi sostenuti per la predisposizione delle strutture operative per l'accesso ad un mercato regolamentato, e da una componente variabile, legata prevalentemente all'esecuzione di ciascun ordine per conto del cliente o dell'OICR gestito. A tal fine, le SGR possono ritenere opportuno separare dalle commissioni di gestione l'importo riferibile alla quota parte suddetta; questa soluzione, oltre a garantire maggiore trasparenza, permette di apprezzarne in modo autonomo il relativo ammontare similmente a quanto accade per le commissioni di intermediazione nell'ipotesi di trasmissione degli ordini ad un intermediario negoziatore.*

*Allo scopo di perseguire il miglior risultato possibile per gli investitori e per i clienti, le commissioni proprie delle Società riferite all'esecuzione degli ordini dovrebbero essere definite ed applicate in modo competitivo rispetto a quelle dell'intermediario a cui le Società potrebbero trasmettere un ordine in conformità alla loro strategia di trasmissione; in altri termini, detti importi non dovrebbero determinare un aggravio per gli investitori e i clienti rispetto ai costi che questi affronterebbero in caso di trasmissione dell'ordine ad un'entità. Nel contesto delineato, la componente delle commissioni proprie delle SGR connessa all'esecuzione degli ordini, pur non rilevando nella fase di selezione delle execution venues, viene presa in considerazione successivamente ai fini dell'individuazione della sede, tra quelle già selezionate,*



*mediante la quale eseguire un particolare ordine.*

*Al riguardo, il CESR ritiene che, nella prima delle due fasi, le Società dovrebbero concentrarsi solo sulla qualità delle sedi di esecuzione e quindi sulla loro capacità di garantire il miglior risultato possibile. Pertanto, la selezione deve essere svolta solo sulla base dei fattori di esecuzione ritenuti rilevanti ai sensi dell'art. 45 del NRI, in quanto l'adozione di ulteriori criteri di selezione altererebbe il processo di valutazione delle execution venues.*

- *Il paragrafo 3 chiarisce che le SGR non sono tenute ad includere nella strategia di esecuzione tutte le sedi disponibili per uno strumento finanziario, in quanto il novero delle execution venues deve essere proporzionato alle dimensioni, al settore di operatività e, più in generale, all'insieme delle caratteristiche della singola Società.*
- *Il paragrafo 4 pone in evidenza che la disciplina in commento non vieta alle Società di selezionare una sola sede di esecuzione per una o più categorie di strumenti finanziari, purché sia comunque garantito il miglior risultato possibile. Pertanto, le SGR dovrebbero illustrare nella strategia di esecuzione le motivazioni alla base di tale scelta e dimostrare, secondo una valutazione ex ante che tenga conto della pluralità di sedi eventualmente disponibili, anche i vantaggi che ritengono di poter conseguire ai fini della best execution. In un secondo tempo, le SGR dovrebbero prestare particolare attenzione anche all'attività di monitoraggio e di riesame mediante le quali possono verificare se l'unica sede individuata ha consentito effettivamente di conseguire il miglior risultato possibile o se, piuttosto, sia opportuno ampliare l'operatività su execution venues ulteriori.*

*A titolo esemplificativo, il CESR chiarisce che le Società potrebbero ragionevolmente decidere di ricorrere ad una sola execution venue quando, per una specifica parte della strategia di esecuzione, questa consente di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile oppure, prendendo in considerazione un periodo di tempo ragionevole, i costi per l'inserimento di più sedi sono superiori al miglioramento dei prezzi in tal modo conseguibile.*

### **Linea Guida n. 8.3 – Esecuzione degli ordini**

1. Le Società eseguono gli ordini solo mediante le sedi di esecuzione selezionate; tuttavia, in casi eccezionali e al fine di ottenere il miglior risultato possibile, possono utilizzare una sede di esecuzione non contenuta nella propria strategia.
2. Le Società devono applicare la strategia di esecuzione a ciascun ordine da eseguire, allo scopo di ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti o per i portafogli dei clienti in conformità con tale strategia.
3. Le Società adempiono agli obblighi sulla *best execution*, tenendo conto delle diverse circostanze legate all'esecuzione di ordini con oggetto particolari tipi di strumenti finanziari.

#### **Commento**

- *Il paragrafo 1 specifica le condizioni in base alle quali è possibile derogare al principio secondo cui l'esecuzione degli ordini avviene solo mediante le execution venues già selezionate. Ad esempio, ferme restando le condizioni esposte nella Linea Guida, una Società potrebbe ricorrere ad una sede diversa da quelle incluse nella strategia di*



*esecuzione se ciò avvenisse in via meramente provvisoria o per soddisfare una richiesta di un cliente avente ad oggetto uno strumento inusuale.*

- Il paragrafo 2 evidenzia che la disciplina in commento prevede un obbligo per le SGR di applicare la execution policy a ciascuno degli ordini da eseguire, con l'intento di raggiungere detto risultato per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.*
- Sulla base del considerando 70 della direttiva 2006/73/CE, il paragrafo 3 consente alle Società di modulare la best execution sulle peculiari caratteristiche degli strumenti finanziari. Come spiega lo stesso considerando, "date le differenze tra le strutture dei mercati o degli strumenti finanziari, può essere difficile identificare ed applicare uno standard ed una procedura uniformi per l'esecuzione alle condizioni migliori che siano validi ed efficaci per tutte le categorie di strumenti. Pertanto 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 finanziari".*

*Al riguardo, si evidenzia che alcune categorie di strumenti finanziari (compresi molti strumenti fixed income) sono negoziate prevalentemente OTC. In tale circostanza, qualora vi sia un mercato particolarmente volatile e con scarsa trasparenza, le Società potrebbero essere costrette ad accettare la prima "quotazione" ricevuta da uno specifico intermediario, in quanto potrebbe essere difficile individuare altre controparti per comparare i prezzi offerti senza correre il rischio che venga meno la disponibilità di tale "quotazione".*

*A volte, inoltre, in considerazione delle caratteristiche dello strumento finanziario o delle dimensioni dell'ordine, potrebbero addirittura non esservi una pluralità di "quotazioni" poiché, ad esempio, lo strumento è negoziato da un solo intermediario a cui, di conseguenza, le Società sarebbero costrette a rivolgersi, senza per questo violare gli obblighi in materia di best execution.*

*D'altra parte, la CONSOB ha chiarito che qualora il confronto tra più sedi di esecuzione non sia possibile (come ad esempio, per alcune tipologie di derivati OTC), soccorre comunque il principio generale che obbliga le Società al perseguimento del miglior interesse del cliente; di conseguenza, le Società devono essere in grado di comunicare in modo trasparente al cliente i criteri seguiti per la determinazione del corrispettivo totale ad esse richiesto e di giustificarne l'ammontare.*

## **9. Discriminazione indebita tra sedi di esecuzione**

<b>Art. 45</b> [...] 4. Gli intermediari evitano di strutturare o applicare le commissioni secondo modalità che comportano una discriminazione indebita tra una sede di esecuzione e l'altra. [...]	
--	--



## Linea Guida n. 9 – Discriminazione indebita tra sedi di esecuzione

1. Nel caso di esecuzione di ordini per conto dei portafogli dei clienti, le Società si astengono dal diversificare le proprie commissioni o gli *spreads* applicati ai clienti, quando tale diversificazione non riflette effettive differenze di costo dell'esecuzione tra le varie sedi.

### Commento

- *Sulla base del considerando 73 della direttiva 2006/73/CE, la Linea Guida esplicita quanto disposto dall'art. 45 del NRI e chiarisce che le SGR, pur essendo libere di definire in autonomia le commissioni da applicare, non dovrebbero differenziarle per ragioni estranee ai costi di esecuzione che sostengono per le varie execution venues. Secondo il CESR, ad esempio, le Società non possono eseguire tutti gli ordini mediante un'impresa appartenente al proprio gruppo, applicando ad altre sedi commissioni più alte non giustificate da maggiori costi di accesso.*

## 10. Clienti al dettaglio

<b>Art. 45</b> [...]	
5. Quando gli intermediari eseguono ordini per conto di un cliente al dettaglio:	
a) la selezione di cui al comma 3, lettera a), è condotta in ragione del corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione. I costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine. Fattori diversi dal corrispettivo totale possono ricevere precedenza rispetto alla considerazione immediata del prezzo e del costo, soltanto a condizione che essi siano strumentali a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale per il cliente al dettaglio;	
b) la scelta di cui al comma 3, lettera b), è condotta sulla base del corrispettivo totale. A tal fine, sono considerate anche le commissioni proprie e i costi	



dell'impresa per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili.	
---	--

[...]

### **Linea Guida n. 10 – Clienti al dettaglio**

1. Quando le Società eseguono ordini per conto di clienti al dettaglio, queste effettuano la selezione delle sedi di esecuzione e la scelta della specifica sede tra quelle selezionate - mediante la quale eseguire un particolare ordine - in ragione del corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione.
2. Le Società possono dare precedenza, rispetto alla considerazione immediata del prezzo e del costo, a fattori diversi dal corrispettivo totale quali la rapidità, la probabilità di esecuzione e di regolamento, le dimensioni e la natura dell'ordine, l'impatto sul mercato ed ogni altro costo implicito dell'operazione, purché questi siano strumentali a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale.
3. Per i clienti professionali, il corrispettivo totale può essere considerato quale fattore prevalente, purché specifiche circostanze non attribuiscano una rilevanza maggiore ad altri fattori per il raggiungimento del miglior risultato possibile.

#### **Commento**

- *Sulla base di quanto disposto dall'art. 45, comma 5 del NRI, il paragrafo 1 prevede che, per i clienti al dettaglio, le Società prendano in considerazione il corrispettivo totale durante l'intero processo di adempimento degli obblighi di best execution; tale fattore, pertanto, rileva sia nella fase di selezione delle sedi di esecuzione sia nella successiva fase di scelta della specifica execution venue mediante la quale le Società intendono eseguire un particolare ordine.*
- *In conformità a quanto stabilito dal NRI, il paragrafo 2 prevede che le SGR possano ritenere rilevanti anche altri fattori ai fini della selezione delle sedi di esecuzione, purché questi siano comunque strumentali a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale.*
- *Sulla base delle indicazioni del CESR, il paragrafo 3 chiarisce che le Società possono ritenere prevalente il corrispettivo totale anche quando gestiscono portafogli per conto di clienti professionali, in quanto questi generalmente attribuiscono grande rilevanza ai costi legati all'acquisto di strumenti finanziari o ai ricavi derivanti dalla loro vendita. Tuttavia, in alcune circostanze, i clienti professionali possono manifestare l'esigenza di privilegiare fattori diversi e, pertanto, l'execution policy deve consentire alle Società la flessibilità necessaria a soddisfarle.*





## 11. Istruzioni del cliente

<b>Art. 45</b> [...]	
6. In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'intermediario esegue l'ordine attenendosi, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute, a tali istruzioni.	

### Linea Guida n. 11 – Istruzioni del cliente

1. Quando i clienti di gestioni di portafoglio impartiscono istruzioni specifiche, le Società le eseguono disapplicando, ove non compatibili, le misure predisposte per ottenere il miglior risultato possibile. Qualora l'istruzione ricevuta non comprenda alcuni elementi dell'ordine, le Società devono garantire la *best execution*, in conformità alle proprie misure ed alla propria strategia di esecuzione, con riferimento alla sola parte dell'ordine non ricompresa nelle indicazioni ricevute.
2. Le Società non devono indurre il cliente a dare istruzioni al fine di eseguire un ordine in un determinato modo, indicandone espressamente o suggerendone implicitamente il contenuto, quando dovrebbero ragionevolmente sapere che tali istruzioni possono impedire il conseguimento del migliore risultato possibile. Tuttavia, ciò non deve impedire alle Società di invitare il cliente a scegliere tra due o più sedi di esecuzione specifiche, purché tali sedi siano in linea con la strategia di esecuzione adottata.

### Commento

- *In conformità a quanto disposto dal NRI, il paragrafo 1 prevede che, quando i clienti impartiscono istruzioni specifiche, le Società sono tenute ad eseguirle, disapplicando, se necessario, le misure predisposte (inclusa la strategia di esecuzione) al fine di ottenere il miglior risultato possibile. Naturalmente, qualora l'istruzione ricevuta non comprenda alcuni elementi dell'ordine, le SGR devono garantire la best execution con riferimento alla sola parte dell'ordine non ricompresa nelle indicazioni ricevute.*
- *Il paragrafo 2 riprende parte del considerando 68 della direttiva 2006/73/CE e prevede che le Società si astengano dall'incoraggiare il cliente ad impartire istruzioni potenzialmente incompatibili con il proprio interesse; le SGR possono naturalmente chiedere al cliente di scegliere tra più sedi di esecuzione incluse nella execution policy, in quanto ciascuna di esse è già stata giudicata idonea al conseguimento della best execution.*

## 12. Informazioni sulla strategia di esecuzione degli ordini

<b>Art. 46</b> <b><i>(Informazioni sulla strategia di esecuzione degli ordini)</i></b>	<b>Art. 68</b> [...]
1. Gli intermediari: a) forniscono informazioni appropriate ai	4. Le società di gestione del risparmio e le SICAV forniscono informazioni appropriate



<p>propri clienti circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata ai sensi dell'articolo 45, comma 3;</p> <p>b) specificano ai clienti se la strategia prevede che gli ordini possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.</p> <p>2. Gli intermediari:</p> <p>a) ottengono il consenso preliminare del cliente sulla strategia di esecuzione degli ordini;</p> <p>b) ottengono il consenso preliminare esplicito del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Tale consenso può essere espresso in via generale o in relazione alle singole operazioni.</p> <p>3. Ai sensi del comma 1, lettera a), gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio, in tempo utile prima della prestazione del servizio, le seguenti informazioni sulla loro strategia di esecuzione:</p> <p>a) l'indicazione dell'importanza relativa assegnata ai fattori di cui all'articolo 45, comma 1 o della procedura con la quale viene determinata l'importanza relativa di tali fattori;</p> <p>b) l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali l'intermediario fa notevole affidamento per adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il migliore risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti;</p> <p>c) un avviso chiaro ed evidente che eventuali istruzioni specifiche del cliente possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione limitatamente agli elementi oggetto di tali istruzioni.</p> <p>4. Le informazioni di cui al comma 3</p>	<p>agli investitori circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata ai sensi del comma 3.</p>
---	--



<p>vengono fornite su supporto duraturo o tramite un sito Internet nel rispetto delle condizioni di cui all'articolo 36, comma 2.</p> <p>5. Gli intermediari devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, su richiesta, che hanno eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione.</p> <p style="text-align: center;"><b>Art. 47</b> <b><i>(Verifica ed aggiornamento delle misure e della strategia di esecuzione)</i></b> [...]</p> <p>3. Gli intermediari comunicano ai clienti qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione adottata.</p>	
--	--

#### **Linea Guida n. 12.1 – Disposizioni comuni alla gestione di portafogli e alla gestione collettiva**

1. Le Società forniscono in modo comprensibile informazioni appropriate agli investitori e ai clienti sulla strategia di esecuzione adottata; le informazioni tengono conto delle differenziazioni previste dalla Linea Guida n. 8.1 e consentono agli investitori e ai clienti l'adozione di una decisione informata in merito al ricorso al servizio di gestione collettiva e al servizio di gestione di portafogli.
2. Nel caso in cui la gestione della totalità o di parte del patrimonio di un OICR, ovvero del portafoglio di un cliente, sia affidata ad altri intermediari abilitati, le Società comunicano agli investitori e al cliente le informazioni relative alla propria strategia di esecuzione, curando che l'intermediario delegato eserciti la delega in modo coerente con la strategia di esecuzione delineata dalle Società e comunicata agli investitori e ai clienti

#### **Commento**

- *L'art. 46 e l'art. 68 del NRI non contengono una definizione di "informazioni appropriate" e pertanto il paragrafo 1 chiarisce il loro contenuto sulla base delle indicazioni del CESR.*

*Si sottolinea che le informazioni assolvono la delicata funzione di tutelare i clienti e gli investitori, ponendoli nelle condizioni di valutare autonomamente l'efficienza della strategia di esecuzione e la sua compatibilità con le loro esigenze; evidentemente, ciò è possibile solo se le Società comunicano gli elementi principali della strategia adottata.*

- *Il paragrafo 2 specifica che, in caso di delega di gestione, il cliente e l'investitore ricevono le informazioni relative alla strategia di esecuzione degli ordini. Nella fattispecie descritta, le Società concordano con il soggetto delegato la strategia di trasmissione/esecuzione a cui quest'ultimo dovrà uniformarsi nell'esercizio della delega conferitagli; le SGR provvedono, altresì, ad elaborare criteri e meccanismi volti*



*a verificare, in concreto, l'effettiva conformità delle scelte gestorie tempo per tempo assunte dal delegato alle strategie previamente definite.*

## **Linea Guida n. 12.2 – Gestione di portafogli**

### ***Linea Guida n. 12.2.1 – Informazioni sulla strategia di esecuzione da comunicare ai clienti al dettaglio***

1. Le Società forniscono ai clienti al dettaglio di una gestione di portafogli, in tempo utile prima della prestazione del servizio, le seguenti informazioni sulla loro strategia di esecuzione:
  - a) l'indicazione dell'importanza relativa assegnata ai fattori di cui all'articolo 45, comma 1 del NRI o della procedura con la quale viene determinata l'importanza relativa di tali fattori;
  - b) l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali le Società fanno notevole affidamento per adempiere all'obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il migliore risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti;
  - c) un avviso chiaro ed evidente che eventuali istruzioni specifiche del cliente possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione limitatamente agli elementi oggetto di tali istruzioni.
2. Con riferimento alle informazioni di cui alla lett. b) le Società valutano se comunicare ai clienti al dettaglio, solo tramite il proprio sito Internet, l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali fanno notevole affidamento, purché siano rispettate le condizioni previste dall'art. 36, comma 2 del NRI. L'elenco comprende l'indicazione dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici selezionati dalle Società, nonché l'indicazione della possibilità di avvalersi di intermediari di elevato *standing* (ad es. *market makers*); le Società specificano che, su richiesta, è disponibile anche l'elenco aggiornato degli intermediari di cui queste si avvalgono nell'esecuzione degli ordini.

### **Commento**

- *Il paragrafo 1 riprende quanto disposto dall'art. 46, comma 3, del NRI in merito alle informazioni da comunicare ai clienti al dettaglio nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli.*
- *Il NRI individua le informazioni che le Società devono comunicare ai clienti al dettaglio in tempo utile prima della prestazione del servizio. Al riguardo, il paragrafo 2 prevede che le SGR valutino se sia opportuno indicare le execution venues selezionate solo mediante il proprio sito Internet, purché naturalmente siano rispettate le condizioni previste dall'art. 36, comma 2 del NRI; nell'ipotesi descritta, il documento informativo sulla strategia di esecuzione si limiterebbe ad indicare l'indirizzo Internet presso il quale prendere visione dell'elenco delle execution venues, fermo restando l'obbligo di comunicare al cliente in formato elettronico l'indirizzo del sito ed il punto del sito ove poter accedere alle suddette informazioni. In tal modo, le SGR potrebbero adempiere agevolmente all'obbligo di comunicazione a cui sono soggette e, allo stesso tempo, mantenere aggiornato l'elenco, senza dover apporre alcuna modifica al documento informativo*



*Il paragrafo 2, inoltre, specifica che le Società possono limitarsi a comunicare ai clienti al dettaglio i mercati regolamentati, gli MTF e gli internalizzatori sistematici selezionati; nel caso di market maker o di altri negozianti per conto proprio, invece, la Linea Guida prevede che le Società possano dichiarare di avvalersi di intermediari di elevato standing, omettendo l'indicazione dei singoli soggetti a cui si rivolgono. Ciò si rende possibile in quanto le SGR generalmente non fanno "notevole affidamento" su questi ultimi per ottenere "in modo duraturo" il miglior risultato possibile, anche in considerazione delle peculiari caratteristiche di molte operazioni OTC che inducono le SGR medesime ad un aggiornamento frequente dell'elenco degli intermediari con cui le eseguono; comunque, le Società provvedono ad informare i clienti al dettaglio che è disponibile, su richiesta, anche l'elenco di tali intermediari.*

### **Linea Guida n. 12.2.2 – Informazioni aggiuntive sulla strategia di esecuzione**

1. Le Società forniscono ai clienti al dettaglio e professionali, su espressa richiesta, informazioni aggiuntive in merito alla strategia di esecuzione, purché tale richiesta sia ragionevole e proporzionata.

Le Società forniscono sempre le informazioni aggiuntive ai clienti al dettaglio, se queste consentono di adottare una decisione informata sull'opportunità di ricorrere, o di continuare a ricorrere, al servizio di gestione di portafogli.

Le Società valutano la ragionevolezza e la proporzionalità delle richieste dei clienti professionali in base alle specifiche circostanze relative a ciascuno di essi.

#### **Commento**

- *Sulla base delle indicazioni del CESR, il paragrafo 1 chiarisce che le SGR dovrebbero fornire, su espressa richiesta, informazioni aggiuntive rispetto a quelle che l'art. 46 impone di comunicare a ciascuna categoria di clienti; al riguardo, la Linea Guida dispone che le Società soddisfino le richieste prevenute solo se conformi al principio di ragionevolezza e proporzionalità.*

### **Linea Guida n. 12.2.3 – Consenso preliminare e consenso preliminare esplicito**

1. Il consenso preliminare del cliente al dettaglio sulla strategia di esecuzione ed, il consenso preliminare esplicito, nei casi in cui lo stesso si configura come necessario, possono essere acquisiti dalle Società nell'ambito del contratto relativo alla prestazione del servizio di gestione di portafogli.
2. Le Società ottengono il consenso preliminare esplicito del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; tuttavia, non sono tenute ad ottenere il consenso preliminare esplicito, quando gli strumenti finanziari pertinenti alla prestazione del servizio di gestione di portafogli non sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.

#### **Commento**

- *Secondo il CESR il cliente può manifestare anche in forma tacita o mediante fatti concludenti il "consenso preliminare" sulla strategia di esecuzione, richiesto a livello nazionale dall'art. 46, comma 2, lett. a) del NRI. Si segnala comunque che una simile prassi operativa dovrebbe essere seguita solo dopo le opportune valutazioni sul*



*“rischio legale” assunto; infatti, le SGR dovrebbero essere sempre in grado di dimostrare in modo adeguato all’Autorità di vigilanza che hanno ottenuto il “consenso preliminare” e che il cliente lo ha prestato solo dopo avere ricevuto informazioni appropriate sulla strategia di esecuzione.*

*Inoltre, il NRI prevede che le società ottengano il “consenso preliminare esplicito” del cliente prima di procedere all’esecuzione di ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF; il CESR ha chiarito che in tal caso il consenso deve essere manifestato in modo espresso, ad esempio mediante sottoscrizione in forma scritta o misure equivalenti (firma elettronica), click in una pagina web ovvero oralmente (tramite telefono o di persona), purché in ciascuna circostanza siano adottate adeguate misure di registrazione.*

*Al fine di agevolare l’adempimento degli obblighi previsti dal NRI, il paragrafo 1 prevede che le Società possano acquisire dal cliente il consenso preliminare ed il consenso preliminare esplicito nell’ambito del contratto relativo alla prestazione del servizio, fermo restando che, in tal caso, dovrebbero allegare al contratto medesimo anche l’informativa sulla strategia di esecuzione; una simile prassi operativa dovrebbe consentire di ottenere entrambe le forme di consenso fin dalla nascita del rapporto contrattuale, senza dover richiedere al cliente, ad esempio, il consenso preliminare esplicito in relazione a singole operazioni da effettuare al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF.*

- *Con riferimento al paragrafo 2, si precisa che le SGR devono ottenere il consenso preliminare esplicito anche quando eseguono gli ordini in un mercato regolamentato extracomunitario. Tuttavia, in analogia con quanto disposto dal paragrafo 2, le Società non devono richiedere il consenso preliminare esplicito del cliente, quando lo strumento finanziario oggetto dell’ordine non è ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato comunitario o in un MTF comunitario.*

#### ***Linea Guida n. 12.2.4 – Dimostrazione di aver eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione***

1. *Le Società devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, su richiesta, di aver eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione; a tal fine, qualora la strategia di esecuzione contempli più sedi di esecuzione, le Società devono essere in grado di dimostrare le ragioni della scelta della specifica sede utilizzata.*

*Qualora nella strategia di esecuzione sia stata inclusa una sola sede, è sufficiente dimostrare che l’ordine sia stato effettivamente eseguito mediante l’unica sede selezionata.*

#### **Commento**

- *Con riferimento all’obbligo per le Società di dimostrare di aver eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione, si segnala che il CESR non ha adottato alcuna posizione, ma ha preferito rimandare a novembre 2008 ogni valutazione in materia. La CONSOB, comunque, ha chiarito che, qualora la strategia di esecuzione contempli più execution venues, le Società devono essere in grado di dimostrare le ragioni della scelta della specifica sede di esecuzione utilizzata. A tal fine, secondo l’Autorità di vigilanza, la dimostrazione non implica necessariamente la “storicizzazione” dei dati relativi all’ordine, in quanto le Società potrebbero fare affidamento sui dati storici*



delle sedi di esecuzione interessate.

### **Linea Guida n. 12.2.5 – Modifiche rilevanti**

1. Le Società comunicano ai clienti qualsiasi modifica rilevante apportata alla strategia di esecuzione adottata. Una modifica è considerata rilevante quando la sua comunicazione è necessaria al cliente per prendere una decisione informata sull'opportunità di continuare ad usufruire del servizio di gestione di portafogli; in particolare, le Società valutano, mediante l'impiego di metodi e strumenti appropriati, la rilevanza delle modifiche apportate all'importanza relativa dei fattori di *best execution* e alle sedi di esecuzione su cui fanno notevole affidamento per ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per i portafogli dei clienti.

#### **Commento**

- *Ai sensi del paragrafo 1, le Società dovrebbero valutare la rilevanza delle modifiche alla strategia di esecuzione soprattutto con riferimento ai fattori e alle sedi di esecuzione. Generalmente, qualunque variazione dell'importanza relativa dei fattori di best execution è rilevante per i clienti e, quindi, dovrebbe essere comunicata loro, in quanto altera la struttura dell'execution policy ed incide sulla sua capacità di ottenere il miglior risultato possibile. Per la medesima ragione, anche la riduzione delle sedi di esecuzione originariamente previste nella strategia dovrebbe essere comunicata in modo da consentire ai clienti di decidere se continuare ad utilizzare i servizi offerti dalle Società; tuttavia non dovrebbe essere considerata una modifica rilevante la diminuzione delle execution venues causata dalla fusione tra due sedi, poiché tale evento è indipendente dalla volontà della Società. La comunicazione della diminuzione delle sedi di esecuzione selezionate potrebbe ritenersi effettuata anche mediante un aggiornamento dell'elenco di queste ultime, disponibile sul sito internet della Società. L'inserimento di una nuova sede di esecuzione nella execution policy non dovrebbe essere considerato una modifica rilevante, in quanto determina un vantaggio in capo ai clienti grazie all'aumento delle opportunità di ottenere il miglior risultato possibile; in tale circostanza, quindi, non sussisterebbe l'esigenza di tutela prevista dal NRI.*

*Infine, si segnala che le SGR sono tenute ad ottenere il consenso del cliente in merito alle modifiche rilevanti apportate alla strategia di esecuzione; al riguardo, detto consenso può essere espresso in forma tacita dal cliente, fermo restando naturalmente il diritto di quest'ultimo di recedere dal contratto di gestione qualora non ritenesse la modifica adottata conforme ai propri interessi.*

### **Linea Guida n. 12.3 - Gestione collettiva<sup>3</sup>**

1. Le Società valutano se comunicare agli investitori, solo tramite il loro sito Internet, l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali fanno notevole affidamento. L'elenco comprende l'indicazione dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici selezionati dalle Società, nonché l'indicazione della possibilità di avvalersi di intermediari di elevato *standing* (ad es. *market makers*) specificando che, su richiesta, è disponibile anche l'elenco aggiornato

---

<sup>3</sup> La Linea Guida non delinea la ripartizione delle informazioni appropriate di cui all'art. 68, comma 4 del NRI all'interno del Prospetto di Offerta, in attesa dell'emanazione da parte della CONSOB delle modifiche al Regolamento Emittenti in materia.



degli intermediari di cui queste si avvalgono nell'esecuzione degli ordini.

2. Nell'ipotesi in cui le attività di promozione e di gestione siano svolte in modo separato, la Società promotrice, ove non diversamente stabilito, comunica agli investitori la strategia di esecuzione adottata dalla Società gestore.

### **Commento**

- *Il paragrafo 1 prevede che le SGR valutino se sia opportuno indicare le execution venues selezionate solo mediante il proprio sito Internet; nell'ipotesi descritta, il documento informativo si limiterebbe ad indicare l'indirizzo Internet presso il quale prendere visione dell'elenco delle execution venues. In tal modo, le SGR potrebbero adempiere agevolmente all'obbligo di comunicazione a cui sono soggette e, allo stesso tempo, mantenere aggiornato l'elenco, senza dover apporre alcuna modifica al documento informativo.*

*Il paragrafo 1, inoltre, specifica che le Società possono limitarsi a comunicare agli investitori i mercati regolamentati, gli MTF e gli internalizzatori sistematici selezionati; nel caso di market maker o di altri negozianti per conto proprio, invece, la Linea Guida prevede che le Società possano dichiarare di avvalersi di intermediari di elevato standing, omettendo l'indicazione dei singoli soggetti a cui si rivolgono. Comunque, le Società provvedono ad informare gli investitori che è disponibile, su richiesta, anche l'elenco di tali intermediari.*

- *Secondo quanto previsto dal paragrafo 3, in caso di c.d. "delega genetica" ai sensi dell'art. 36 del TUF, le Società promotrici possono adempiere all'obbligo di fornire informazioni appropriate agli investitori, comunicando loro la strategia di esecuzione adottata dal gestore. Al riguardo si segnala che la convenzione tra le Società promotrici ed i gestori, stipulata ai sensi dell'art. 34 del Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB (adottato ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del TUF), dovrebbe disciplinare anche il ruolo che ogni soggetto assume con riferimento alla best execution, ferma restando la responsabilità solidale verso gli investitori (art. 36, comma 5 del TUF).*

## **13. Monitoraggio**

<b>Art. 47</b>	<b>Art. 69</b>
<b><i>(Verifica ed aggiornamento delle misure e della strategia di esecuzione)</i></b>	<b><i>(Verifica ed aggiornamento delle misure e della strategia di esecuzione)</i></b>
1. Gli intermediari controllano l'efficacia delle loro misure di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze.	1. Le società di gestione del risparmio e le SICAV controllano l'efficacia delle loro misure di esecuzione degli ordini su strumenti finanziari e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze.
[...]	[...]





### **Linea Guida n. 13 – Monitoraggio**

1. Le Società stabiliscono il metodo più appropriato per controllare l'efficacia delle misure e della strategia di esecuzione degli ordini.
2. Le Società verificano, anche mediante un controllo a campione:
  - a) se hanno agito in conformità alle misure di esecuzione degli ordini e alla strategia di esecuzione stabilite; detta verifica è condotta in via continuativa e, a tal fine, le Società verificano altresì il funzionamento delle procedure adottate a presidio della *best execution* a diversi livelli dell'organizzazione aziendale;
  - b) se il risultato ottenuto rappresenta il migliore risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.

Le Società, inoltre, sottopongono all'attività di monitoraggio sia le misure che adottano per ottenere il miglior risultato possibile sia le *performance* delle sedi di esecuzione che utilizzano.

3. L'attività di monitoraggio può anche includere il confronto tra transazioni simili:
  - a) nella medesima sede di esecuzione, allo scopo di verificare se è corretta la valutazione sulle modalità di esecuzione degli ordini; oppure
  - b) in differenti sedi di esecuzione, individuate tra quelle incluse nella strategia di esecuzione, al fine di verificare se è stata scelta la sede migliore per una specifica tipologia di transazione.
4. Le Società verificano periodicamente la qualità di esecuzione degli ordini.
5. Qualora dall'attività di controllo risulti che non sia stato ottenuto il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti, le Società verificano se ciò sia avvenuto a causa del mancato rispetto delle misure e della strategia di esecuzione adottate o se piuttosto queste presentino delle carenze; in tal caso, le Società provvedono a modificare in modo appropriato le misure o la strategia di esecuzione secondo quanto previsto dalla Parte III.

#### **Commento**

- *In conformità alla disciplina comunitaria, il NRI richiede alle Società di controllare l'efficacia delle misure e della strategia di esecuzione, pur non indicando come provvedervi. La Linea Guida, pertanto, intende fornire alcuni chiarimenti sulle caratteristiche salienti del monitoraggio e sulle azioni da intraprendere in conseguenza dei suoi risultati.*
- *Ai sensi dei paragrafi 1 e 2, le Società dovrebbero valutare, su base regolare, specifiche transazioni e appurare se hanno agito in conformità alle misure e alla strategia di esecuzione e se in tal modo hanno ottenuto il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti; a tal fine, le SGR sono libere di determinare la metodologia da adottare, tenendo comunque presente che non è richiesto loro di sottoporre a monitoraggio tutte le transazioni, in quanto ciò richiederebbe un impiego di risorse sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti.*
- *Il paragrafo 3 prevede che le SGR possano includere tra le attività legate al monitoraggio anche il confronto tra transazioni simili nella medesima sede di esecuzione o in differenti sedi di esecuzione individuate tra quelle incluse nella execution policy.*



- Il paragrafo 4 chiarisce che le Società dovrebbero provvedere a verificare periodicamente la qualità di esecuzione degli ordini; di conseguenza, tale attività dovrebbe essere considerata parte integrante dell'insieme degli adempimenti legati al monitoraggio.
- Ai sensi dell'art. 47 e dell'art. 69 del NRI, le Società hanno l'obbligo di porre rimedio alle eventuali carenze riscontrate a seguito dell'attività di monitoraggio; al riguardo, il paragrafo 5 della Linea Guida chiarisce che le SGR sono tenute a modificare anche le misure e la strategia di esecuzione, qualora risulti che queste non abbiano consentito di ottenere la best execution per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti.

#### 14. Riesame

Art. 47	Art. 69
[...]	[...]
2. Gli intermediari riesaminano le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione.	2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV riesaminano le misure e la strategia di esecuzione con periodicità almeno annuale, ed anche al verificarsi di circostanze rilevanti, tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini su strumenti finanziari utilizzando le sedi incluse nella strategia di esecuzione.
[...]	[...]

#### Linea Guida n. 14 – Riesame

1. Le Società adottano procedure appropriate che consentano di assicurare un corretto svolgimento dell'attività di riesame e di rilevare le 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; se opportuno, le procedure coinvolgono gli operatori di *front office*, di *middle office*, gli analisti, le funzioni operative e con ruoli di supporto e quei soggetti che, grazie all'attività svolta, possono avere informazioni rilevanti sull'esecuzione degli ordini.
2. Le Società sottopongono a riesame le misure che adottano per ottenere il miglior risultato possibile, nonché le *performance* delle sedi di esecuzione che utilizzano.
3. Le Società verificano che le misure e la strategia di esecuzione adottate includano tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i clienti. In particolare, valutano se possono conseguire in modo duraturo migliori risultati di esecuzione qualora:
  - a) includano sedi differenti o ulteriori rispetto a quelle già identificate;
  - b) modifichino qualunque altro aspetto concernente le misure e la strategia di esecuzione.
4. Le Società, che possono allo stesso tempo eseguire e trasmettere gli ordini, confrontano le proprie *performance* di esecuzione con quelle delle entità a cui gli



ordini sono trasmessi.

5. Le eventuali modifiche alla strategia di esecuzione, conseguenti all'esito dell'attività di revisione, sono sottoposte all'approvazione dell'organo competente secondo quanto previsto dalla Parte III.

### **Commento**

- *Il riesame rientra nell'ambito delle attività che le Società eseguono per verificare se hanno effettivamente ottenuto il miglior risultato possibile per gli OICR gestiti e per i portafogli dei clienti; in tal senso, lo svolgimento delle attività di riesame presuppone la necessaria valutazione anche delle risultanze e degli elementi informativi emersi all'esito della fase di monitoraggio. La Linea Guida introduce alcuni principi applicativi volti a delineare le caratteristiche principali del riesame, anche in considerazione dell'assenza nel NRI di una disciplina di dettaglio.*
- *L'attività di riesame potrebbe rivelarsi particolarmente complessa per le Società; pertanto, in conformità al paragrafo 1, le SGR dovrebbero adottare una procedura "appropriata" allo scopo di coinvolgere quelle funzioni che, in virtù delle competenze loro assegnate, possono contribuire ad una proficua valutazione delle misure e della strategia di esecuzione, suggerendo le necessarie modifiche qualora rilevino delle criticità. Inoltre, le Società dovrebbero stabilire a quali funzioni attribuire la responsabilità di individuare le "circostanze rilevanti" ai sensi dell'art. 48 e dell'art. 70 del NRI.*
- *Il paragrafo 2 riprende le indicazioni del CESR e prevede che le SGR effettuino il riesame delle misure che queste adottano per raggiungere il miglior risultato possibile e delle performance delle sedi di esecuzione utilizzate.*
- *Il paragrafo 3 richiede alle Società di appurare se le misure e la strategia di esecuzione già includano tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile o se invece, alla luce delle verifiche indicate, vi siano significativi margini di miglioramento. In particolare, la selezione di nuove execution venues costituisce un elemento in grado di incidere positivamente sulla esecuzione degli ordini.*
- *Il paragrafo 4 intende garantire che le Società, in grado di eseguire e trasmettere ordini, scelgano la modalità operativa più idonea ad ottenere il miglior risultato possibile; a tal fine, le SGR dovrebbero valutare criticamente se vi siano margini di miglioramento nelle proprie performance di esecuzione o se, piuttosto, sia opportuno rivolgersi agli intermediari selezionati nella strategia di trasmissione.*
- *Il paragrafo 5 intende coordinare la necessità di migliorare la strategia di esecuzione, a seguito dell'attività di riesame, con quanto previsto dalla Parte III delle Linee Guida in merito all'individuazione da parte delle SGR degli organi competenti ad approvare le modifiche ritenute opportune.*



## PARTE III – Procedure ed organi competenti

### Linea Guida n. 15 – Procedure ed organi competenti

1. La strategia di trasmissione e/o di esecuzione e le successive modifiche sono adottate secondo le modalità e i criteri descritti nella Parte I e nella Parte II delle Linee Guida e vengono approvate dal competente organo societario ai sensi del successivo paragrafo 2.
2. Le Società attribuiscono all'organo con funzioni di supervisione strategica la responsabilità delle misure e della strategia di trasmissione e/o delle misure e della strategia di esecuzione, nonché dell'attività di monitoraggio e di riesame. In particolare, tale organo deve approvare, secondo le proprie competenze:
  - a) la procedura di selezione delle entità e/o delle sedi di esecuzione;
  - b) le misure di trasmissione e la strategia di trasmissione e/o le misure di esecuzione e la strategia di esecuzione, comprese le successive modifiche;
  - c) la procedura per la trasmissione di ordini ad entità non inserite nella strategia adottata e/o la procedura per l'esecuzione di ordini mediante sedi di esecuzione non inserite nella strategia adottata;
  - d) le procedure appropriate per il monitoraggio e la revisione.

Tale organo provvede altresì, secondo le proprie competenze ad:

- a) approvare le relazioni sull'attività di monitoraggio e di riesame e adottare le misure conseguenti, comprese le modifiche alla procedura di selezione delle entità e/o delle sedi di esecuzione;
  - b) approvare le modifiche alle procedure di monitoraggio e di riesame.
3. Le Società provvedono ad individuare le unità organizzative incaricate del concreto svolgimento delle attività di monitoraggio e di riesame, nonché della identificazione delle circostanze rilevanti idonee ad influenzare la capacità dell'intermediario di ottenere, in modo duraturo, il miglior risultato possibile nell'esecuzione degli ordini impartiti dai propri clienti. Gli esiti delle attività svolte vengono comunicati agli organi responsabili dell'adozione delle eventuali misure correttive.
4. Le Società che prestano il servizio di gestione collettiva attribuiscono alla funzione di gestione del rischio anche la verifica sull'operatività in strumenti finanziari con scarsa liquidità. Le Società individuano altresì gli organi a cui sono attribuite le seguenti competenze:
  - a) definizione del grado di esposizione degli OICR gestiti al rischio liquidità;
  - b) definizione e controllo dei parametri per la valutazione del rischio di liquidità degli strumenti finanziari;
  - c) approvazione degli investimenti in strumenti finanziari scarsamente liquidi;
  - d) verifica e segnalazione delle anomalie di prezzo degli strumenti finanziari scarsamente liquidi e adozione delle misure conseguenti.



## Commento

- *Il paragrafo 1 ribadisce che le SGR dovrebbero definire la strategia di trasmissione e la strategia di esecuzione sulla base dei principi esposti nella Parte I e nella Parte II delle Linee Guida; inoltre, prevede che, ai fini dell'approvazione di dette strategie, le SGR si conformino a quanto previsto dal successivo paragrafo 2.*
- *Il paragrafo 2 intende individuare, a titolo meramente esemplificativo, alcune delle procedure che le Società dovrebbero adottare per garantire una corretta ed efficace attuazione della disciplina in commento. Tali procedure dovrebbero riguardare quantomeno le misure e la strategia di trasmissione e/o le misure e la strategia di esecuzione, nonché l'attività di monitoraggio e di riesame, tenendo naturalmente conto delle singole peculiarità; inoltre, le Società dovrebbero ripartire le competenze sulle materie indicate in modo da assicurare sempre una gestione efficiente delle problematiche, anche operative, legate alla corretta applicazione della best execution. La responsabilità dell'approvazione e della definizione delle stesse è ricondotta in capo all'organo con funzioni di amministrazione, al quale spetta, in via esclusiva, la gestione ed il governo dell'impresa.*
- *Nel paragrafo 3 viene esplicitata la necessità che le SGR individuino, in seno alla propria organizzazione aziendale, le unità deputate allo svolgimento delle attività di monitoraggio e di riesame. Peraltro, tenuto conto della complessità dei compiti assegnati, le Società potrebbero ritenere opportuno coinvolgere una pluralità di strutture operative (quali, ad esempio, operatori di front office, di middle office, analisti, ovvero soggetti con ruoli di supporto che hanno accesso ad informazioni rilevanti in ordine all'esecuzione delle operazioni ed alla qualità dei servizi forniti dalle entità), le quali, in virtù delle rispettive competenze, potrebbero contribuire ad una più attenta valutazione della strategia di trasmissione adottata e suggerire, qualora dovessero riscontrare criticità, le necessarie modifiche.*
- *Con riferimento alla sola gestione collettiva, l'art. 68 del NRI inserisce "le condizioni di liquidabilità" tra i criteri per stabilire l'importanza relativa dei fattori di best execution, in considerazione della rilevanza che queste rivestono ai fini della realizzazione del miglior risultato possibile per gli OICR gestiti. Di conseguenza, il paragrafo 4 elenca a titolo esemplificativo alcune procedure che le Società dovrebbero adottare per una corretta gestione dei rischi legati alla liquidabilità degli strumenti finanziari.*



## ALLEGATO I

In conformità alla disciplina comunitaria, il Nuovo Regolamento Intermediari della CONSOB dispone che le Società, nell'ambito della gestione di portafogli, adempiano a specifici obblighi di informazione diversamente graduati in funzione della natura dei clienti e della modalità operativa adottata. Sulla base anche dei primi orientamenti emersi a livello comunitario, il presente allegato fornisce indicazioni circa il contenuto minimo dell'informativa da dare ai clienti quando le Società decidono, di trasmettere ordini ad altre entità ovvero di eseguire gli ordini derivanti dalle decisioni di negoziare per conto dei portafogli gestiti; naturalmente ogni Società provvederà alle opportune modifiche ed integrazioni in funzione delle proprie esigenze e delle strategie di esecuzione e di trasmissione concretamente definite.

In considerazione dell'opportunità di adottare un unico documento per i clienti professionali e al dettaglio, l'allegato si conforma alle maggiori esigenze di tutela disposte dal Nuovo Regolamento Intermediari per questi ultimi e quindi contiene maggiori informazioni rispetto a quelle previste per i clienti professionali.

Infine, si segnala che le Società che eseguono gli ordini devono ottenere dal cliente, anche mediante un documento separato, il consenso preliminare sulla strategia di esecuzione nonché, ove pertinente, il consenso preliminare esplicito all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

### **Documento informativo sulla strategia di esecuzione e sulla strategia di trasmissione degli ordini nella gestione di portafogli**

#### **1. Introduzione**

Al fine di adeguarsi alla disciplina in materia di *best execution* della direttiva 2004/39/CE e del Nuovo Regolamento Intermediari della CONSOB entrata in vigore il 2° novembre 2007, [denominazione della Società] adotta tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mette in atto meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile per i propri clienti, professionali e al dettaglio, quando intende eseguire le decisioni di negoziare (di seguito "ordini") per conto dei portafogli gestiti; per il medesimo fine, [denominazione della Società] adotta tutte le misure ragionevoli anche quando trasmette ordini a terze parti (di seguito "entità") per la loro esecuzione. [Denominazione della Società] ha quindi definito rispettivamente una strategia di esecuzione e una strategia di trasmissione, allo scopo di ottenere il miglior risultato possibile per i clienti a cui presta il servizio di gestione di portafogli.

Il presente documento descrive gli elementi di maggior rilievo delle strategie applicate dalla [denominazione della Società], inclusi i fattori di esecuzione ritenuti rilevanti e le modalità di selezione delle sedi di esecuzione e delle entità.



## 2. Fattori di esecuzione

Ai fini della esecuzione o della trasmissione degli ordini ad altre entità, [denominazione della Società] prende in considerazione i seguenti fattori allo scopo di ottenere il miglior risultato possibile: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni e natura dell'ordine, [indicare altri fattori eventualmente presi in considerazione come ad esempio, liquidità o market impact] e qualsiasi altro fattore pertinente ai fini dell'esecuzione dell'ordine.

A tali fattori [denominazione della Società] attribuisce un'importanza relativa, prendendo in considerazione le caratteristiche dei clienti (inclusa la loro classificazione quali clienti al dettaglio o professionali), le caratteristiche dell'ordine, le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine e le caratteristiche delle sedi di esecuzione o delle entità alle quali l'ordine può essere diretto.

Per i clienti al dettaglio, ai fini della selezione delle sedi di esecuzione l'importanza relativa dei fattori è determinata in ragione del corrispettivo totale costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione; i costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione degli ordini, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione, nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione degli ordini. Tuttavia, [denominazione della Società] può ritenere opportuno dare precedenza alla rapidità, alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni e alla natura dell'ordine, all'impatto sul mercato e ad ogni altro costo implicito dell'operazione, quando questi servono a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale.

## 3. Sedi di esecuzione

Sulla base dell'ordine di importanza dei fattori, [denominazione della Società] ha selezionato, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le sedi di esecuzione sulle quali fa notevole affidamento per adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini; l'elenco aggiornato delle sedi di esecuzione è disponibile all'indirizzo Internet [indirizzo del sito]<sup>4</sup>.

Le Società eseguono gli ordini solo mediante le sedi di esecuzione selezionate ed incluse nell'elenco disponibile all'indirizzo internet di cui sopra; tuttavia, in casi eccezionali ed al fine di ottenere il miglior risultato possibile, potrebbero utilizzare una sede di esecuzione non contenuta nella propria strategia.

Si precisa, inoltre, che la variazione delle sedi selezionate verrà resa pubblica mediante l'aggiornamento tempestivo dell'elenco riportato all'indirizzo internet [indirizzo del sito].

[Denominazione della Società] ha selezionato per le seguenti categorie di strumenti finanziari [fornire l'elenco] una sola sede di esecuzione. Tale scelta è motivata in

---

<sup>4</sup> Si segnala che per i clienti al dettaglio la comunicazione delle sedi di esecuzione può avvenire mediante sito Internet solo se sono rispettate le condizioni previste dall'art. 36, comma 2 del NRI. L'elenco comprende l'indicazione dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici selezionati dalle Società, nonché l'indicazione della possibilità di avvalersi di intermediari di elevato *standing* (ad es. *market makers*); le Società specificano che, su richiesta, è disponibile anche l'elenco aggiornato degli intermediari di cui queste si avvalgono nell'esecuzione degli ordini.



ragione del fatto che la sede di esecuzione prescelta consente di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile ovvero i costi per l'inserimento di più sedi risultano superiori al miglioramento dei prezzi in tal modo conseguibile. *[Paragrafo da includere solo se pertinente.]*

La strategia di esecuzione adottata prevede che gli ordini possono essere eseguiti anche al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Tuttavia, *[denominazione della Società]* non procederà alla loro esecuzione al di fuori di tali sedi, qualora non ottenga il consenso preliminare esplicito dei clienti; di conseguenza, in assenza del consenso *[denominazione della Società]* potrebbe non essere in grado di ottenere il miglior risultato possibile, qualora quest'ultimo possa essere realizzato al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. *[Paragrafo da includere solo se pertinente.]*

#### **4. Trasmissione degli ordini**

Salvo specifiche istruzioni impartite dai clienti, *[denominazione della Società]* adotta tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile, quando trasmette ad altre entità ordini per conto dei portafogli gestiti ai fini della loro esecuzione. A tale scopo, *[denominazione della Società]* ha adottato una strategia di trasmissione in cui ha identificato, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le entità alle quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di esecuzione di queste ultime; pertanto, ciascuna delle entità selezionate ha una strategia di esecuzione compatibile con l'ordine di importanza dei fattori individuati da *[denominazione della Società]* sulla base di quanto previsto dal punto 2. *[La Società può anche riportare l'elenco delle entità suddivise per categorie di strumenti finanziari, qualora lo ritenga opportuno.]*

Per alcune categorie di strumenti finanziari, *[denominazione della Società]* ha selezionato una sola entità, poiché questa consente di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per gli ordini trasmessi e permette di conseguire risultati almeno equivalenti a quelli che potrebbero essere raggiunti mediante altre entità. *[Paragrafo da includere solo se pertinente.]*

#### **5. Istruzioni dei clienti**

*[Denominazione della Società]*, dopo aver accertato l'impossibilità di dar seguito alle istruzioni impartite dai clienti in conformità alla strategia di esecuzione adottata, si atterrà alle specifiche indicazioni rese dai clienti, applicando le misure previste nella propria strategia di esecuzione in relazione a quelle componenti degli ordini non coperte dalle indicazioni ricevute; le istruzioni dei clienti, infatti, possono pregiudicare le misure previste nella strategia di esecuzione, limitatamente agli elementi oggetto delle istruzioni stesse.

#### **6. Monitoraggio e riesame**

*[Denominazione della Società]* sottopone a monitoraggio l'efficacia delle misure di esecuzione degli ordini e delle strategie adottate e, se del caso, corregge eventuali carenze; inoltre, riesamina le misure e le strategie adottate con periodicità almeno annuale e, comunque, quando si verificano circostanze rilevanti tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per i clienti.





[*Denominazione della Società*] provvederà ad acquisire dai clienti il consenso in ordine alle modifiche rilevanti apportate alla strategia di esecuzione e provvederà altresì alla loro tempestiva pubblicazione sul sito Internet [*indirizzo del sito Internet*].



## ALLEGATO II

In merito alla gestione collettiva, il NRI dispone che le Società forniscano “informazioni appropriate” agli investitori sulla strategia di esecuzione e di trasmissione adottate, senza specificare il contenuto che la comunicazione deve assumere. In analogia con la posizione del CESR in tema di gestione di portafogli, le Linee Guida contengono alcune indicazioni sulle informazioni che sarebbe opportuno fornire e chiariscono che queste devono porre l’investitore nelle condizioni di adottare una decisione informata in merito al ricorso al servizio di gestione collettiva.

In caso di delega delle scelte di investimento concernenti la totalità o una parte del patrimonio dell’OICR, la Società comunica agli investitori la propria strategia di trasmissione e di esecuzione. Qualora l’attività di promozione e di gestione siano svolte in modo separato, la Società promotrice comunica la strategia di trasmissione e/o di esecuzione adottate dal gestore.

In conformità a quanto previsto nelle Linee Guida, il presente documento fornisce alcune indicazioni sul contenuto che il documento informativo potrebbe avere per soddisfare gli obblighi di informazione previsti in tema di *best execution*, quando le Società provvedono sia all’esecuzione degli ordini sia alla loro trasmissione ad altre entità.

### **Documento informativo sulla strategia di esecuzione e sulla strategia di trasmissione degli ordini nella gestione collettiva<sup>5</sup>**

#### **1. Introduzione**

[*Denominazione della Società*] adotta tutte le misure ragionevoli e i meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile, quando esegue ordini su strumenti finanziari per conto dei fondi gestiti; per il medesimo fine, [*denominazione della Società*] adotta tutte le misure ragionevoli anche quando trasmette ordini a terze parti (di seguito “entità”) per la loro esecuzione. [*Denominazione della Società*] ha quindi definito rispettivamente una strategia di esecuzione e una strategia di trasmissione, allo scopo di ottenere il miglior risultato possibile per tali fondi.

Il presente documento descrive gli elementi di maggior rilievo delle strategie applicate dalla [*denominazione della Società*], inclusi i fattori di esecuzione ritenuti rilevanti e le modalità di selezione delle sedi di esecuzione e delle entità.

#### **2. Fattori di esecuzione**

Ai fini della esecuzione, ovvero della trasmissione ad altre entità, degli ordini su strumenti finanziari per conto dei fondi gestiti, [*denominazione della Società*] prende in considerazione i seguenti fattori allo scopo di ottenere il miglior risultato possibile: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni e

---

<sup>5</sup> Il presente Allegato non delinea la ripartizione delle informazioni all’interno del Prospetto di Offerta, in attesa dell’emanazione da parte della CONSOB delle modifiche al Regolamento Emittenti in materia.



natura dell'ordine, [*indicare altri fattori eventualmente presi in considerazione come ad esempio, liquidità o market impact*] e qualsiasi altro fattore pertinente ai fini dell'esecuzione dell'ordine.

A tali fattori [*denominazione della Società*] attribuisce un'importanza relativa, prendendo in considerazione:

- a) gli obiettivi, la politica di investimento e i rischi specifici dei fondi gestiti, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione;
- b) le caratteristiche dell'ordine;
- c) le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi;
- d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.

### 3. Sedi di esecuzione

Sulla base dell'ordine di importanza dei fattori, [*denominazione della Società*] ha selezionato, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le sedi di esecuzione sulle quali fa notevole affidamento per adempiere al proprio obbligo di adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini; l'elenco aggiornato delle sedi di esecuzione è disponibile all'indirizzo Internet [*indirizzo del sito*]<sup>6</sup>.

Tale elenco non è esaustivo, in quanto alcuni ordini potrebbero essere eseguiti mediante altre sedi, ritenute comunque appropriate e idonee sulla base della strategia adottata; si precisa, inoltre, che la variazione delle sedi selezionate non sarà oggetto di un'apposita comunicazione ai clienti, ma [*denominazione della Società*] provvederà comunque ad aggiornare tempestivamente l'elenco riportato all'indirizzo internet [*indirizzo del sito*].

[*Denominazione della Società*] ha selezionato per le seguenti categorie di strumenti finanziari [*fornire l'elenco*] una sola sede di esecuzione. Tale scelta è motivata in ragione del fatto che la sede di esecuzione selezionata consente di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile ovvero i costi per l'inserimento di più sedi risultano superiori al miglioramento dei prezzi in tal modo conseguibile. [Paragrafo da includere solo se pertinente.]

### 4. Trasmissione degli ordini

[*Denominazione della Società*] adotta tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile, quando trasmette ad altre entità ordini per conto dei fondi gestiti ai fini della loro esecuzione. A tale scopo, [*denominazione della Società*] ha adottato una strategia di trasmissione in cui ha identificato, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le entità alle quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di

---

<sup>6</sup> L'elenco comprende l'indicazione dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici selezionati dalle Società, nonché l'indicazione della possibilità di avvalersi di intermediari di elevato *standing* (ad es. *market makers*); le Società specificano che, su richiesta, è disponibile anche l'elenco aggiornato degli intermediari di cui queste si avvalgono nell'esecuzione degli ordini.



esecuzione di queste ultime; pertanto, ciascuna delle entità selezionate ha una strategia di esecuzione compatibile con l'ordine di importanza dei fattori individuati da [denominazione della Società] sulla base di quanto previsto dal punto 2. [La Società può anche riportare l'elenco delle entità suddivise per categorie di strumenti finanziari, qualora lo ritenga opportuno.]

Per alcune categorie di strumenti finanziari, [denominazione della Società] ha selezionato una sola entità, poiché questa consente di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per gli ordini trasmessi e permette di conseguire risultati almeno equivalenti a quelli che potrebbero essere raggiunti mediante altre entità. [Paragrafo da includere solo se pertinente.]

## 5. Monitoraggio e riesame

[Denominazione della Società] sottopone a monitoraggio l'efficacia delle misure di esecuzione degli ordini su strumenti finanziari e delle strategie adottate e, se del caso, corregge eventuali carenze; inoltre, riesamina le misure di esecuzione su strumenti finanziari e le strategie adottate con periodicità almeno annuale e, comunque, quando si verificano circostanze rilevanti tali da influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per gli investitori.

[...]