

ErwidCol Financial Services

MIFID II

POLICY STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE
DEGLI ORDINI – BEST EXECUTION

Sommario

1. PREMESSA E OBIETTIVI DEL DOCUMENTO	3
1.1 Obiettivi del documento	3
1.2 Adozione, aggiornamento e diffusione del documento	3
1.3 Definizioni	3
1.4 Contesto normativo di riferimento	6
2. AMBITO DI APPLICAZIONE	7
2.1 Negoziazione OTC (fuori da una sede di negoziazione) e rischio controparte	8
2.2 Istruzioni specifiche del cliente	8
2.3 Operazioni personali	9
3. REGOLE PER LA GESTIONE DEGLI ORDINI DEI CLIENTI	9
4. MONITORAGGIO E REVISIONE DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI	10
5. ELEMENTI CHE INCIDONO SUL FUNZIONAMENTO DEL MODELLO DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI	11
5.1 Fattori di best execution e relativa importanza	11
5.2 Strategie di esecuzione degli ordini	12
5.3 Sedi di esecuzione e broker	12
6. MODELLO DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI PER I TITOLI DI DEBITO	13
6.1 Regole di instradamento degli ordini	13
6.2 Modello di best execution dinamica	13
7. MODELLO DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI PER I TITOLI DI CAPITALE, STRUMENTI SIMILI E DERIVATI	14
ALLEGATI	15
Allegato A: sedi di esecuzione	15
Allegato B: elenco dei broker	16
Allegato C: procedura di aggregazione ed assegnazione degli ordini	17

1. PREMESSA

1.1 Obiettivi del documento

Il Regolamento BCSM n. 2024-05 in materia di servizi e di attività di investimento ha come obiettivo, per quanto qui in trattazione, lo sviluppo di un mercato dei servizi finanziari nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori.

La presente Policy illustra la Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini (di seguito “Strategia”) di Erwidcol Financial Services S.p.a. (di seguito anche “Erwidcol”) ossia le regole adottate dalla medesima per gestire gli ordini dei clienti ed ottenere il miglior risultato possibile nella relativa esecuzione, a favore dei clienti.

1.2 Adozione, aggiornamento e diffusione del documento

La presente Policy ha immediata efficacia e sarà aggiornata qualora intervengano modifiche nella normativa di riferimento ovvero alla struttura organizzativa od operativa della Erwidcol. Al fine di assicurare presso tutti i destinatari la conoscenza dei principi, degli indirizzi e delle procedure adottati dalla Erwidcol, la Policy è distribuita a tutti i dipendenti e collaboratori aziendali.

Erwidcol la mette a disposizione dei clienti in essere e dei potenziali nuovi clienti pubblicandola sul proprio site web aziendale www.erwidcol.sm, sezione documenti. La Strategia è accettata dai clienti contestualmente alla firma del contratto.

1.3 Definizioni

Ai fini del presente documento, si intende per:

- **best execution (miglior risultato possibile):** 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 della ragionevolezza”);
- **cliente retail/al dettaglio:** si veda quanto indicato nella Policy di classificazione della clientela;
- **cliente professionale:** si veda quanto indicato nella Policy di classificazione della clientela;
- **controparte qualificata:** si veda quanto indicato nella Policy di classificazione della clientela;
- **gestione patrimoniale individuale:** servizio che permette ad un investitore di delegare la gestione del proprio risparmio capitale a società specializzate, ad hoc autorizzate e vigilate, tramite un mandato specifico. L’intermediario autorizzato gestisce gli investimenti creando un portafoglio su misura del Cliente, sulla base degli obiettivi e del profilo di rischio dallo stesso dichiarati e monitorandolo costantemente. A differenza dei fondi comuni, la gestione è personalizzata e le operazioni sono registrate a nome del Cliente. Il servizio di gestione di patrimoni individuale consente di avvalersi delle conoscenze e dell’esperienza di professionisti del settore nella scelta degli strumenti finanziari in cui investire e nell’esecuzione delle relative operazioni. L’investitore, se lo desidera, può intervenire direttamente nel corso dello svolgimento del servizio di gestione, impartendo ordini al gestore.
- **internalizzatori sistematici (“IS”):** imprese di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini

del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale;

- **market maker:** soggetto che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposto a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta ai prezzi dal medesimo definiti;
- **mercati finanziari organizzati e regolamentati ("MR"):** sono sistemi multilaterali, gestiti da una società di gestione autorizzata dall'autorità nazionale, nei quali le proposte di acquisto e vendita di strumenti finanziari da parte di più operatori si incontrano in un ambiente strutturato e sottoposto a regole predeterminate. Questi mercati garantiscono trasparenza, efficienza e conformità, fornendo un quadro standardizzato per la negoziazione di azioni, obbligazioni e derivati, e sono supervisionati da un'autorità di vigilanza;
- **operazioni personali:** negoziazione su uno strumento finanziario realizzata da, o per conto di, un soggetto rilevante, se è soddisfatta almeno una delle seguenti condizioni:
 - 1) il soggetto rilevante agisce al di fuori dell'ambito delle attività che svolge nella sua veste professionale;
 - 2) l'operazione è eseguita per conto di una delle persone seguenti:
 - a) il soggetto rilevante;
 - b) una persona con cui il soggetto rilevante ha rapporti di parentela o stretti legami;
 - c) una persona nei confronti della quale il soggetto rilevante ha un interesse significativo, diretto o indiretto, nel risultato dell'operazione diverso dal pagamento di onorari o commissioni per l'esecuzione.
- **OTC (Over The Counter):** esecuzione degli ordini al di fuori di una sede di negoziazione;
- **persona con cui il soggetto rilevante ha rapporti di parentela:** una delle seguenti persone:
 - 1) il coniuge del soggetto rilevante o altro partner equiparato al coniuge a norma del diritto nazionale;
 - 2) i figli o figliastri a carico del soggetto rilevante;
 - 3) ogni altro partente del soggetto rilevante che abbia convissuto almeno un anno con il soggetto rilevante alla data dell'operazione personale considerata.
- **sede di negoziazione:** un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione;
- **sede di esecuzione:** un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione, un sistema organizzato di negoziazione, un internalizzatore sistematico, un market maker o altro fornitore di liquidità;
- **servizi di investimento:** Erwidcol è autorizzata nella Repubblica di San Marino allo svolgimento delle seguenti attività riservate (vedasi: www.bcsn.sm/registro-soggetti-autorizzati-imprese-finanziarie-sanmarinesi):
 - 1) ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari;
 - 2) esecuzione di ordini per conto dei clienti, aventi ad oggetto strumenti finanziari;
 - 3) negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari;
 - 4) gestione di portafogli di strumenti finanziari;
 - 5) assunzione a fermo di strumenti finanziari ovvero collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile;
 - 6) collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile;
 - 7) consulenza in materia di investimenti
- **sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF"):** sistemi multilaterali gestiti da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consentono l'incontro, al loro interno e

in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti;

- **sistemi organizzati di negoziazione (“OTF”)**: sistemi multilaterali diversi da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione, che consentono l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti;
- **soggetto rilevante (in relazione all’impresa di investimento)**: uno dei seguenti soggetti:
 - 1) amministratore, socio o equivalente, dirigente o agente collegato all’impresa;
 - 2) amministratore, socio o equivalente, dirigente di un agente collegato all’impresa;
 - 3) dipendente dell’impresa o di un suo agente collegato, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi sono a disposizione e sotto il controllo dell’impresa o di un suo agente collegato e che partecipa alla prestazione di servizi di investimento e all’esercizio di attività di investimento da parte dell’impresa;
 - 4) persona fisica che partecipa direttamente alla prestazione di servizi all’impresa di investimento o al suo agente collegato nel quadro di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l’esercizio di attività di investimento da parte dell’impresa.
- **strumenti finanziari**:
 - 1) i valori mobiliari. Trattasi di categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali, ad esempio:
 - a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;
 - b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;
 - c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati ai precedenti punti o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.
 - 2) gli strumenti del mercato monetario. Trattasi degli strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario.
 - 3) le quote di fondi comuni di investimento o di organismi di investimento collettivo;
 - 4) gli strumenti finanziari derivati. Oltre a quanto indicato al precedente punto 1.c), ricomprendono:
 - a) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap, gli accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
 - b) i contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap, i contratti a termine (forward), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l’esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;
 - c) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati

con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i derivati connessi a prodotti energetici;

- d) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap, i contratti a termine (forward) e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al precedente punto 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati;
- e) gli strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito;
- f) i contratti finanziari differenziali;
- g) i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap, i contratti a termine sui tassi d'interesse e gli altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.

Per "derivati connessi a merci" si intendono gli strumenti finanziari che fanno riferimento a merci o attività sottostanti di cui ai punti 4.b), 4.c), 4.d) e 4.g), nonché gli strumenti finanziari di cui alla 1.c) quando fanno riferimento a merci o attività sottostanti menzionati al punto 4.g).

Per "derivati connessi a prodotti energetici" si intendono i contratti di opzione, i contratti finanziari a termine standardizzati (future), gli swap e tutti gli altri contratti derivati, menzionati al punto 4.c), concernenti carbone o petrolio che sono negoziati all'ingrosso in un sistema organizzato di negoziazione e devono essere regolati con consegna fisica del sottostante.

- 5) le quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva comunitaria istitutiva di un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra.

I mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari

1.4 Contesto normativo di riferimento

Il presente documento, oltre che alla legge n. 165 del 17 novembre 2005 (LIS), si rifà al Regolamento BCSM n. 2024/05 in materia di servizi e di attività di investimento. Tale normativa di vigilanza, a sua volta, è stata emanata nel più ampio solco della Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID 2, acronimo di **Markets in Financial Instruments Directive**) e del relativo Decreto UE n. 2017/565, più volte richiamato nel citato Regolamento BCSM.

In particolare, è posto in capo alle imprese d'investimento l'obbligo di adottare misure sufficienti e metter in atto meccanismi efficaci, per ottenere il miglior risultato possibile nell'esecuzione per i clienti, avendo riguardo ai seguenti fattori:

- al prezzo dello strumento finanziario;
- ai costi dell'esecuzione;
- alla rapidità dell'esecuzione;

- alla probabilità di esecuzione e regolamento;
- alla natura dell'ordine;
- alle dimensioni dell'ordine;
- a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini dell'esecuzione dell'ordine.

Le imprese di investimento sono tenute a classificare i fattori di cui sopra in ordine d'importanza avendo riguardo ai seguenti elementi:

- caratteristiche del cliente, inclusa la classificazione del medesimo come cliente al dettaglio o professionale;
- caratteristiche dell'ordine del cliente, incluso quando l'ordine include operazioni di finanziamento tramite titoli;
- caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine;
- caratteristiche delle sedi di esecuzione cui l'ordine può essere diretto.

La Strategia deve esser finalizzata ad:

- individuare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini;
- orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi del punto precedente, tenuto conto anche delle commissioni proprie e dei costi che Erwidcol sostiene per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili.

Quando le imprese di investimento eseguono ordini per conto di clienti al dettaglio, il migliore risultato è determinato in termini di "corrispettivo totale", ossia in termini di "prezzo" dello strumento finanziario e di "costi" relativi all'esecuzione, comprensivi di tutte le spese sostenute dai clienti direttamente riconducibili all'esecuzione dell'ordine.

Qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'impresa di investimento esegue l'ordine attenendosi a tali istruzioni, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute.

Quando eseguono ordini o decidono di negoziare prodotti OTC che includono prodotti personalizzati, le imprese di investimento verificano l'equità del prezzo proposto al cliente, raccogliendo i dati di mercato impiegati nella stima del prezzo del prodotto e, laddove possibile, confortandolo con prodotti simili o comparabili.

Le imprese di investimento riesaminano la strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini, almeno una volta l'anno, e valutano in via continuativa se siano intervenute modifiche rilevanti che potrebbero influire sui parametri di esecuzione alle condizioni migliori e considerano l'ipotesi di apportare modifiche alle sedi di esecuzione o alle entità su cui fanno affidamento per soddisfare il requisito dell'esecuzione alle condizioni migliori. Per modifica rilevante si intende un evento significativo - potenzialmente in grado di incidere sui parametri di best execution quali, prezzo, costi, rapidità, probabilità di esecuzione e regolamento, dimensioni, natura o altre caratteristiche dell'ordine rilevanti per la relativa esecuzione - che influisce sulla capacità di Erwidcol di continuare ad ottenere sistematicamente il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti.

2. AMBITO DI APPLICAZIONE

Erwidcol applica le misure e regole riportate nel presente documento per ottenere il miglior risultato possibile per gli ordini dei clienti classificati al dettaglio e professionali (agli ordini dei clienti classificati come controparti qualificate non applicano gli obblighi di esecuzione alle condizioni migliori), nonché per gestire gli ordini dei clienti (al dettaglio, professionali e

controparti qualificate) nell'ambito della prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti e negoziazione per conto proprio. Con riferimento al servizio di investimento di gestione patrimoniale, quando colloca presso i broker, ai fini di esecuzione, ordini derivanti da decisioni di investimento volti a negoziare strumenti finanziari per conto dei clienti, Erwidcol mantiene l'osservanza dell'obbligo di agire per servire al meglio gli interessi dei clienti stessi.

2.1 Negoziazione OTC (fuori da una sede di negoziazione) e rischio controparte

Erwidcol può eseguire gli ordini dei clienti al di fuori di una sede di negoziazione solo se il cliente ha fornito esplicito consenso.

I clienti possono prestare tale consenso sotto forma di accordo generale, oppure operazione per operazione.

Erwidcol esegue gli ordini dei clienti fuori da una sede di negoziazione (OTC) nei seguenti casi:

- nell'operatività con i clienti in strumenti non quotati in alcuna sede di negoziazione e/o di strumenti derivati OTC;
- in caso di strumenti quotati nella sede di negoziazione solo al ricorrere di determinate condizioni;
- ogniqualevolta ciò si rilevasse preferibile in termini di efficacia ed efficienza, nel miglior interesse del cliente (ad esempio per ordini che hanno ad oggetto spezzature, i cui costi di negoziazione impatterebbero significativamente sul controvalore dell'ordine o nel caso di quantitativi al di sotto del limite minimo prefissato per la negoziazione in una sede di negoziazione);
- in caso di istruzione specifica del cliente.

Nelle operazioni OTC Erwidcol considera quale prevalente fattore di best execution il prezzo degli strumenti finanziari ed i costi di negoziazione.

I prezzi degli strumenti sono determinati:

- per gli strumenti non quotati: sulla base delle caratteristiche degli strumenti finanziari trattati, si identificano strumenti simili o comparabili, ove esistenti e se ne riscontra il valore di mercato;
- per gli strumenti quotati: sulla base del valore di mercato degli strumenti stessi.

Erwidcol effettua controlli periodici per verificare che i costi applicati ai clienti rispettino i limiti massimi definiti internamente.

La negoziazione al di fuori di una sede di negoziazione comporta per il cliente il rischio di controparte. In particolare, in caso di negoziazione in conto proprio OTC, Erwidcol, qualora divenisse insolvente, potrebbe non essere in grado di adempiere agli obblighi connessi con il regolamento delle operazioni concluse o rispettare i relativi pagamenti, ed il cliente potrebbe perdere in tutto o in parte i pagamenti effettuati o subire perdite illimitate. Inoltre, quando Erwidcol non è in grado di pagare i propri debiti, il cliente è soggetto al rischio che nei confronti di Erwidcol siano adottate misure di risoluzione da parte dell'Autorità di Vigilanza nazionale, tra cui la cessazione anticipata dei contratti conclusi o la riduzione dei relativi importi o la relativa conversione in capitale di rischio.

2.2 Istruzioni specifiche del cliente

Gli obblighi di best execution non si applicano, in quanto si ritengono di per sé soddisfatti, quando Erwidcol riceve istruzioni specifiche dal cliente.

Se le istruzioni specifiche riguardano solo una parte dell'ordine, Erwidcol è tenuta a

continuare ad applicare i principi illustrati nel presente documento con riguardo ad ogni altro aspetto dell'ordine non coperto dall'istruzione del cliente. Quando l'istruzione data dal cliente è riferita ad una specifica strategia di esecuzione dell'ordine, Erwidcol applica tale istruzione all'esecuzione dell'ordine nel suo complesso.

Le istruzioni specifiche impartite dal cliente possono impedire ad Erwidcol l'impiego delle misure previste ed adottate nella presente Strategia, volte ad ottenere il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini, relativamente agli elementi oggetto di tali istruzioni.

2.3 Operazioni personali

Erwidcol assicura che i soggetti rilevanti:

- non realizzino operazioni personali che soddisfino almeno uno dei seguenti criteri:
 - operazioni vietate ai soggetti rilevanti (abusi di mercato, utilizzo di informazioni privilegiate, insider trading, manipolazione mercati, diffusione di informazioni);
 - operazioni che comportino l'abuso o la divulgazione scorretta di informazioni riservate;
 - operazioni che confliggono o rischiano di confliggere con gli obblighi che incombono ad Erwidcol in virtù della normativa c.d. "Mifid 2".
- non consiglino né raccomandino ad un'altra persona, al di fuori dell'ambito normale dell'attività lavorativa o di un contratto di servizi, di intraprendere operazioni su strumenti finanziari che, se eseguite a titolo personale dal soggetto rilevante, rientrerebbero tra quelle sopra elencate.
- non comunichino ad un'altra persona, al di fuori dell'ambito normale dell'attività lavorativa o di un contratto di servizi, informazioni o pareri, ove il soggetto rilevante sappia o debba ragionevolmente sapere che, in conseguenza di detta comunicazione, l'altra persona compirà o è probabile che compia, uno dei seguenti atti:
 - realizzare operazioni su strumenti finanziari che, se eseguite a titolo personale dal soggetto rilevante, rientrerebbero tra quelle sopra elencate;
 - consigliare o sollecitare un'altra persona a realizzare dette operazioni.

Inoltre, Erwidcol:

- assicura che i soggetti rilevanti sono a conoscenza delle restrizioni sulle operazioni personali;
- registra ogni operazioni personali dei soggetti rilevanti e, se applicabile, annota le eventuali autorizzazioni o i divieti connessi;
- per il tramite della propria struttura dei controlli interni, monitora le operazioni personali dei soggetti rilevanti.

3. REGOLE PER LA GESTIONE DEGLI ORDINI DEI CLIENTI

Erwidcol riceve ordini unicamente tramite sistemi e canali di comunicazione autorizzati e sottoposti a registrazione, come richiesto dalla normativa di riferimento.

Erwidcol assicura un'esecuzione rapida, equa ed efficiente degli ordini dei clienti al dettaglio e professionali rispetto ad altri ordini di clienti ed agli interessi di negoziazione di Erwidcol stessa.

Erwidcol esegue e/o trasmette gli ordini dei clienti al dettaglio e professionali, che sono

comparabili, in successione e con prontezza, a meno che le caratteristiche dell'ordine o le condizioni di mercato prevalenti lo rendano impossibile o gli interessi dei clienti richiedano di procedere diversamente.

Erwidcol, per facilitare che l'esecuzione di ordini con limiti di prezzo non eseguiti immediatamente alle condizioni prevalenti del mercato, avvenga il più rapidamente possibile, provvede alla relativa pubblicazione, immediatamente, in un modo facilmente accessibile agli altri partecipanti al mercato, a meno che il cliente fornisca istruzioni diverse. A tal fine Erwidcol può trasmettere gli ordini del cliente con limite di prezzo ad una o più sedi di negoziazione e ad uno o più broker. L'obbligo di pubblicazione non si applica in caso di ordini con limite di prezzo riguardante un volume elevato se raffrontato alle dimensioni normali di mercato.

Erwidcol aggrega gli ordini dei clienti al dettaglio e professionali secondo le regole definite nell'Allegato C.

Erwidcol adotta tutte le misure ragionevoli per assicurare che gli strumenti finanziari o i fondi dei clienti ricevuti a regolamento dell'ordine eseguito siano registrati prontamente e correttamente sul rapporto del cliente appropriato.

4. MONITORAGGIO E REVISIONE DELLA STRATEGIA DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

Erwidcol controlla periodicamente l'efficacia della propria Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini, e la qualità dell'esecuzione ottenuta dalle sedi di esecuzione e dagli intermediari negoziatori (broker) identificati, ponendo rimedio alle eventuali carenze rilevate.

I controlli sono volti a verificare che:

- sia stata applicata all'ordine del cliente la corretta strategia;
- l'esecuzione/trasmissione degli ordini sia avvenuta su sedi di esecuzione/verso broker in uso;
- i broker abbiano eseguito gli ordini nel rispetto della relativa strategia;
- le sedi di esecuzione ed i broker in uso continuino a garantire le condizioni previste e valutate in sede di relativa adozione e non abbiano avuto in corso d'anno gravi disfunzioni;
- in caso di prodotti OTC sia stato proposto ai clienti un prezzo equo e congruo, in linea con le indicazioni previste dalla normativa interna di Erwidcol.

Erwidcol è in grado di dimostrare al cliente, dietro relativa richiesta, di aver eseguito l'ordine in conformità con le disposizioni stabilite nella Strategia stessa.

Fermo quanto precede, con cadenza annuale Erwidcol effettua il riesame della Strategia, anche sulla base dei controlli sopra descritti.

Erwidcol rivede la Strategia anche in via straordinaria per recepire eventuali modifiche da apportare a seguito di variazioni nello svolgimento delle proprie attività nell'ambito dei servizi esecutivi, ed ogniqualvolta si verifichi una modifica rilevante che implichi l'impossibilità di continuare a conseguire il migliore risultato possibile nell'esecuzione degli ordini dei clienti in un'ottica di lungo termine.

Qualora a seguito dell'attività di riesame siano state effettuate variazioni significative alla Strategia, Erwidcol provvede a rendere note tali modifiche ai propri clienti, tramite

pubblicazione della nuova versione della Strategia, nella forma sintetica, sul proprio sito internet www.erwidcol.sm, nella sezione Documenti.

Erwidcol pubblica sul proprio sito internet (www.erwidcol.sm, nella sezione Documenti) annualmente i report sulle prime cinque sedi di esecuzione per volume di contrattazione in cui ha eseguito gli ordini dei clienti e sulle prime cinque imprese di investimento, per volume di contrattazione, a cui ha trasmesso gli ordini dei clienti ai fini dell'esecuzione nell'anno precedente, unitamente ad una relazione sulla qualità di esecuzione ottenuta.

5. ELEMENTI CHE INCIDONO SUL FUNZIONAMENTO DEL MODELLO DI ESECUZIONE E TRASMISSIONE DEGLI ORDINI

5.1 Fattori di best execution e relativa importanza

Erwidcol adotta le misure sufficienti per ottenere l'esecuzione migliore tenendo conto dei seguenti fattori di esecuzione:

- **prezzo** dello strumento finanziario;
- **costi associati all'esecuzione:** nello specifico, Erwidcol considera il "corrispettivo totale", che è costituito dalla somma del prezzo dello strumento finanziario e di tutti i costi sostenuti dal cliente e direttamente collegati all'esecuzione dell'ordine, ivi comprese le commissioni di movimentazione addebitate da Erwidcol. Le seguenti voci di costo si ritengono rilevanti e comprendono:
 - costi di accesso alle sedi di esecuzione e/o in altro modo connessi a queste ultime;
 - costi di compensazione e regolamento;
 - qualunque costo dovuto a terzi coinvolti nell'esecuzione dell'ordine;
 - oneri fiscali;
 - le commissioni proprie di Erwidcol.
- **probabilità dell'esecuzione:** tale fattore varia in funzione della struttura e della profondità del mercato su cui è negoziato lo strumento e dipende dalla quantità dei titoli oggetto dell'ordine. Per le operazioni OTC, la probabilità di esecuzione rappresenta uno dei criteri che qualificano il servizio offerto di Erwidcol ai propri clienti, in quanto dipende dalla disponibilità ad eseguire l'operazione in conto proprio e/o dagli altri intermediari;
- **rapidità dell'esecuzione:** tale fattore può variare in base ai metodi utilizzati per la negoziazione, alla struttura e alle caratteristiche del mercato, ed ai dispositivi di collegamento, nonché in funzione di altre variabili, quali, ad esempio, la liquidità che caratterizza lo strumento negoziato;
- **natura dell'ordine:** ai fini del conseguimento della migliore esecuzione, rilevano alcune caratteristiche dell'ordine, come, ad esempio:
 - la dimensione dell'ordine, che può avere impatto sia sui metodi utilizzati per ottenere la migliore esecuzione sia su altri fattori quali il prezzo, la rapidità e la probabilità dell'esecuzione;
 - le caratteristiche dello strumento (ad esempio la tipologia, la sua liquidità, ecc.).

Nel definire la gerarchia dei fattori di esecuzione, Erwidcol ha tenuto conto dei seguenti elementi:

- categorizzazione dei clienti (clienti al dettaglio/professionali);

- tipologia di ordini/sedi (ordini immediatamente/non immediatamente negoziabili sulle sedi in base alle condizioni di mercato);
- tipologia di strumenti finanziari cui si riferiscono gli ordini dei clienti (obbligazioni/azioni e strumenti analoghi).

Fatto salvo quanto previsto ai successivi punti 5.2 e 6.2, in via generale Erwidcol considera prevalente:

- per i clienti al dettaglio: il corrispettivo totale, in termini di prezzo dello strumento e di costi relativi all'esecuzione. Per gli ordini di dimensioni elevate e/o relativi a strumenti illiquidi la cui esecuzione può essere impattata negativamente dai prezzi di mercato, Erwidcol può considerare prioritari altri fattori, quali la rapidità e la probabilità di esecuzione;
- per i clienti professionali: il fattore del "prezzo", unitamente ai fattori relativi alla "rapidità dell'esecuzione" o la "probabilità di esecuzione".

5.2 Strategie di esecuzione degli ordini

Erwidcol, in via generale, adotta sempre una strategia di esecuzione dinamica che considera prevalente il fattore del "corrispettivo totale", che è costituito dal "prezzo" dello strumento finanziario e dai "costi" relativi all'esecuzione, comprensivi di tutte le spese sostenute dai clienti direttamente riconducibili all'esecuzione dell'ordine. Per tutti i clienti (al dettaglio e professionali), il corrispettivo totale costituisce, quindi, il principale fattore di esecuzione, indipendentemente dalla tipologia di strumento oggetto di negoziazione.

5.3 Sedi di esecuzione e broker

5.3.1 Esecuzione diretta o tramite broker

Erwidcol può eseguire gli ordini dei clienti sia direttamente, che tramite broker. La seconda opzione è la preferita, ed è adottata di prassi per tutti gli strumenti finanziari trattati, salvo che ricorrano le condizioni indicate nel superiore punto 2.1 con riguardo alla negoziazione OTC (fuori da una sede di negoziazione).

5.3.2 Selezione sedi di negoziazione e broker

Erwidcol seleziona le sedi di negoziazione ed effettua la relativa valutazione annuale tenendo conto principalmente dei seguenti elementi: tipologia di strumenti negoziabile sulla sede, relativa liquidità, livello di spread bid/ask, profondità del mercato e resilienza, struttura commissionale ed altre informazioni rilevanti (come, ad esempio, l'evidenza di gravi disfunzioni verificatesi in corso d'anno).

Secondo la normativa ed anche la "buona pratica" (dall'inglese *best practice*) i broker andrebbero selezionati sulla base delle competenze, della reputazione di mercato, del merito creditizio, della struttura commissionale e dei costi, delle sedi di esecuzione a cui i medesimi accedono (relatività liquidità, livello di spread bid/ask, profondità del mercato e resilienza, struttura commissionale), delle loro strategie di esecuzione (che devono essere coerenti con la Strategia di Erwidcol), del sistema di regolamento, dell'ambiente legislativo, regolamentare ed operativo dove hanno sede. Ne andrebbe verificata periodicamente l'efficienza e l'affidabilità. Queste linee sono perseguite da Erwidcol e sono tenute in debito conto nella relativa valutazione annuale. Tuttavia, va precisato, per realismo e buon senso, che nell'ambito dell'attività di investimento le masse critiche contano molto ai fini della possibilità di scegliere i partner con cui operare, e le dimensioni che Erwidcol stessa può

metter in campo (come d'altra parte qualsiasi altro soggetto autorizzato sammarinese) non sono tali da attrarre l'attenzione di molti big player del settore. L'esser poi una società di diritto sammarinese, realtà sconosciuta o poco nota ai più nel mondo, costituisce un ulteriore ostacolo nella ricerca di depositari abilitati con cui interfacciarsi. L'attuazione dell'allineamento normativo, in corso d'opera, di San Marino rispetto all'Unione Europea potrebbe portare, in un prossimo futuro, a migliorie ed ottimizzazioni anche sotto il profilo delle controparti di mercato.

L'eventuale introduzione di nuove sedi di negoziazione e broker e/o modifica delle sedi/broker già selezionati è proposta dalla Sala Operativa, sulla base dei criteri sopra indicati, ed approvata dalla Direzione Generale, sentita la funzione Compliance.

La lista delle sedi di esecuzione e dei broker selezionati da Erwidcol è contenuta rispettivamente negli Allegati A e B.

6. MODELLO DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI PER I TITOLI DI DEBITO

6.1 Regole di instradamento degli ordini

Salvo che ricorrano le condizioni indicate nel superiore punto 2.1 con riguardo alla negoziazione OTC (fuori da una sede di negoziazione), quando riceve un ordine senza alcuna istruzione specifica riguardo alla sede di negoziazione, Erwidcol verifica se lo strumento finanziario è negoziabile in una o in più sedi di negoziazione: nel primo caso Erwidcol indirizza l'ordine su tale sede, nel secondo Erwidcol seleziona la migliore sede a cui ha accesso in base alle relative condizioni al momento in cui l'ordine viene ricevuto.

Trattandosi di prassi di ordini trasmessi a broker, sarà la strategia di esecuzione degli ordini delle controparti di mercato ad assicurare, in caso di non immediato eseguito, la pronta pubblicazione dell'ordine nella sede di riferimento in termini di maggior liquidità presente, sede anche diversa ed alternativa a quella di prima pubblicazione dell'ordine originario ineseguito. In caso di mancata esecuzione, Erwidcol trasmetterà l'ordine anche ad altri broker rispetto agli originari, ricercando una controparte che consenta il perfezionamento dell'ordine. Ciò nonostante, qualora comunque un ordine diretto del cliente restasse ineseguito, Erwidcol ne darà comunicazione al cliente che lo ha disposto.

6.2 Modello di best execution dinamica

Il modello operativo di best execution dinamica per il comparto obbligazionario adottato da Erwidcol si fonda sulla valutazione della qualità dell'esecuzione offerta dalle singole sedi di negoziazione a cui Erwidcol ha accesso.

I fattori da prender in esame, in ordine di importanza, sono i seguenti:

- prezzo e costi (il prezzo, in particolare, può esser condizionato anche dalle dimensioni dell'ordine);
- probabilità di esecuzione (ricomprende anche la liquidità dello strumento);
- rapidità dell'esecuzione (può esser condizionata anche dalle dimensioni dell'ordine).

Detti fattori sono elencati in ordine di importanza relativa. In linea di massima, per tutti clienti al dettaglio, prevale il primo (prezzo e costi).

7. MODELLO DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI PER TITOLI DI CAPITALE, STRUMENTI SIMILI E DERIVATI

Fermo quanto previsto nel punto 5.2, il modello operativo di best execution per l'esecuzione degli ordini su strumenti azionari, ETF/ETC e derivati quotati è quello dei broker, di volta in volta, selezionati da Erwidcol, la cui Strategia è stata valutata essere conforme alla gerarchia dei fattori definita dalla medesima, che, per i clienti al dettaglio e per quelli professionali, considera il "corrispettivo totale" quale criterio prevalente.

Per dimensioni degli ordini che al momento dell'esecuzione non sono disponibili sul book di negoziazione del mercato e con riferimento ai quali il cliente ha chiesto l'esecuzione per l'intera quantità, Erwidcol può effettuare l'esecuzione direttamente OTC (alle condizioni di cui al punto 2.1) oppure tramite MTF, a condizione che i prezzi siano in linea con quelli di mercato.

ALLEGATI

Allegato A: sedi di esecuzione

Sedi di esecuzione	Area	Tipo	Accesso	Strumenti negoziati
ATHENS EXCHANGE	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
ATHENS EXCHANGE S.A. CASH MARKET	EMEA	RM	Indiretto	Azionario
BLOOMBERG TRADING FACILITY LIMITED MTF	EMEA	MTF	Diretto	Bond/ETF/ETC
BME EXCHANGE	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
BOERSE BERLIN	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
BOERSE MUENCHEN	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
BOERSE STUTTGART	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
BORSA ITALIANA S.P.A. – ELECTRONIC BOND MARKET (MOT)	EMEA	RM	Indiretto	Bond
BORSA ITALIANA S.P.A. - ELECTRONIC ETF, ETC/ETN	EMEA	RM	Indiretto	ETF/ETC
BORSA ITALIANA S.P.A. - ELECTRONIC SHARE MARKET	EMEA	RM	Indiretto	Azionario
BORSA ITALIANA S.P.A. – EQUITY MTF (MTAH)	EMEA	MTF	Indiretto	Azionario
BORSA ITALIANA S.P.A. - EUROLTX	EMEA	MTF	Indiretto	Bond
BORSA ITALIANA S.P.A. - EXTRAMOT	EMEA	RM	Indiretto	Bond
BORSA ITALIANA S.P.A. - EXTRAMOT PRO	EMEA	RM	Indiretto	Bond
BORSA ITALIANA S.P.A. – SEDEX	EMEA	MTF	Indiretto	CW/Certificati
DEUTSCHE BOERSE AG – Frankfurt	EMEA	RM	Indiretto	Azionario/ETF/ETC/Bond
EUROMTF	EMEA	MFT	Indiretto	Bond
EURONEXT - EURONEXT AMSTERDAM	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
EURONEXT - EURONEXT BRUSSELS	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
EURONEXT - EURONEXT PARIS	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
HI-MTF	EMEA	MTF	Indiretto	Bond
HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LTD	APAC	RM	Indiretto	Azionario
IRISH STOCK EXCHANGE MAIN MARKET	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
LONDON STOCK EXCHANGE	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
MERCADO ABIERTO ELECTRONICO S.A.	AMRS	RM	Indiretto	Azionario/ETF/ETC/Bond
NASDAQ - ALL MARKETS	AMRS	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC.	AMRS	RM	Indiretto	Azionario/ETF/ETC
NYSE MKT LLC – AMEX	AMRS	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
SIX SWISS EXCHANGE	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
WIENER BOERSE AG	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC
XETRA	EMEA	RM	Indiretto	Azionario /ETF/ETC

Allegato B: elenco dei broker

L'elenco dei broker è attualmente il seguente:

- Baader Bank AG (equity & ETF)
- Baader Bank AG (bond)
- Banca Sammarinese di Investimento S.p.A.
- Banca Agricola Commerciale Istituto Bancario Sammarinese S.p.A.
- Bridport SA
- Deutsche Bank AG
- Oppenheimer

Allegato C: procedura di aggregazione e assegnazione degli ordini

Ai sensi della normativa, le imprese di investimento non eseguono l'ordine di un cliente né in conto terzi né in conto proprio in aggregazione con l'ordine di un altro cliente, a meno che non siano soddisfatte le condizioni seguenti:

- è improbabile che l'aggregazione degli ordini e delle operazioni vada nel complesso a discapito di uno dei clienti i cui ordini sono aggregati;
- è stabilita e applicata con efficacia una strategia di assegnazione degli ordini che prevede un'assegnazione equa degli ordini e delle operazioni aggregati, compresi il modo in cui il volume e il prezzo degli ordini determinano le assegnazioni e il trattamento delle esecuzioni parziali.

Ove un'impresa d'investimento aggreghi un ordine con uno o più altri ordini ed esegua parzialmente l'ordine così aggregato, dovrà assegnare le relative operazioni conformemente alla propria strategia di assegnazione degli ordini.

Alla luce di quanto precede, Erwidcol potrà aggregare gli ordini dei clienti avendo cura di verificare rigorosamente le seguenti condizioni:

- che gli ordini siano dello stesso tipo (ad es. vendita, acquisto, scambio, ecc.);
- che gli ordini riguardino il medesimo strumento finanziario;
- che gli ordini presentino la medesima policy di esecuzione:
 - stesse sedi di esecuzione;
 - stessi parametri di esecuzione (ad es. ordini "fill or kill");
 - stesse istruzioni specifiche;
 - stessi periodi di scadenza;
 - in caso di strategia di partecipazione ai volumi (Volume Participation), stesse aliquote di partecipazione.

A titolo di ulteriore chiarimento si precisa che l'aggregazione non è consentita nei seguenti casi:

- ordini presentati in diversi giorni lavorativi o con periodi di validità differenti;
- ordini che prevedono diverse sedi di esecuzione.

La procedura di allocazione deve inoltre rispettare i seguenti principi:

- in caso di esecuzione integrale di un ordine aggregato, l'assegnazione dovrà essere effettuata in base alle caratteristiche dei singoli ordini dei clienti;
- in caso di esecuzione parziale di un ordine aggregato, l'allocazione sarà proporzionale al volume di ogni singolo ordine (pro- rata) senza arrecare danno ad alcun cliente i cui ordini sono stati aggregati;
- in caso di esecuzione dell'ordine a un prezzo migliorativo rispetto al prezzo limite originariamente fissato dal cliente, l'intero profitto andrà a beneficio del cliente;
- in caso di ordini effettuati in momenti diversi e aggregati successivamente, il primo ordine concorrerà a formare il risultato dell'ordine aggregato esclusivamente per la porzione non ancora eseguita al momento dell'aggregazione degli ordini (restando inteso che gli ordini saranno eseguiti tempestivamente e in successione: se il cliente A effettua un ordine alle ore 9:00 e il cliente B ne effettua uno alle ore 9:10 con aggregazione prevista a decorrere dalle ore 9:10, qualsiasi risultato ottenuto in relazione all'ordine del cliente A tra le 9:00 e le 9:10 sarà assegnato esclusivamente al cliente A e non ripartito proporzionalmente con il cliente B).

In caso di aggregazione di operazioni per conto proprio con uno o più ordini di clienti, Erwidcol:

- non assegna le negoziazioni connesse in modo pregiudizievole per i clienti;
- qualora l'ordine fosse eseguito parzialmente, assegna le negoziazioni connesse prima ai clienti che a sé stessa, salvo che sia in grado di dimostrare, con argomentazioni ragionevoli che, senza l'aggregazione, non sarebbe stata in grado di eseguire l'ordine a condizioni altrettanto vantaggiose o non sarebbe stata in grado di eseguirlo affatto. In tali casi, può assegnare l'operazione per conto proprio proporzionalmente.