



# La Best Execution nel Mercato Obbligazionario: – un caso pratico per il segmento *retail*

Milano, 27 marzo 2007  
3 2 1 ... MiFID !

Alessandro Zignani  
Direttore Generale  
TLX S.p.A.



# Agenda

- 1. Il mercato obbligazionario italiano**
- 2. Best Execution**
- 3. Intermediari - scelte da fare**
- 4. I Mercati di TLX S.p.A.**

## Il mercato obbligazionario italiano

| Contratti e Controvalori scambiati sui Sistemi di Scambio Organizzati | 2003*  | 2004   | 2005** |
|---|--------|--------|--------|
| N° SSO (Bilateral e Multilateral)                                     | 336    | 334    | 332    |
| N° Strumenti Finanziari   | 21.158 | 21.797 | 23.039 |
| Contratti (mm)  | 3,9    | 3,6    | 3,8    |
| Controvalori (€ billion)  |        | 85,7   | 89,4   |

Fonte Consob

Note: \* Stime effettuate sulla base dei dati del II semestre

\*\* Stime effettuate sulla base dei dati del I semestre

- I sistemi di scambio organizzati costituiscono un importante circuito per la “negoziabilità dei titoli obbligazionari (....)”, ma non sempre il livello di liquidità effettiva sui singoli titoli è elevato” (Consob, Relazione per l’anno 2005);



# Trading Venues Obbligazionarie Domestiche

## ITALIA

**EUROMOT e MOT**

**TLX ed EuroTLX**

**MTS**

- Per investitori istituzionali – non adatto ai investitori *retail* (all'ingrosso)

**330 SSO**

- clientela "*captive*" della rete
- bilaterali, con MiFID
- diventano internalizzatori o
- diventano MTF
- necessari investimenti nella infrastruttura per poter affrontare gli obblighi normativi
- liquidità limitata
- major rischio di conflitto d'interesse

**ESTERO****Lussemburgo**

- solo listing, nessun trading
- non è il mercato di riferimento
  - nessuna trasparenza su *trading conditions*

**Altri mercati regolamentati europei****Sistemi di info providers**

- non sono *trading venues*
- sono OTC
  - non adatti agli investitori *retail*
    - ✓ nessuna *firm quote*
    - ✓ adeguato ad investitori istituzionali (clienti professionali o controparti qualificate)
    - ✓ scarsa trasparenza pre e post trade
    - ✓ nessuna certezza di esecuzione; difficoltà ad assicurare esecuzione rapida, equa ed efficiente (art. 22 MiFID)

**AZIONI**

- Le Borse già forniscono modelli che garantiscono:
  - ✓ liquidità
  - ✓ prezzi
  - ✓ volumi

**OBBLIGAZIONI**

- Oggi c'è
  - ✓ frammentazione
  - ✓ prezzi e volumi non trasparenti
- **La Best Execution spingerà gli intermediari a pretendere più elevati standard di qualità delle *venue* di esecuzione anche nel mercato obbligazionario: saranno necessarie informazioni standardizzate e paragonabili**

## Best Execution Policy e le Trading Venues

### Si devono considerare i seguenti elementi:

- si applica a tutti gli intermediari che hanno rapporti con i loro clienti, che devono
  - ✓ selezionare le *venues* da inserire nella Policy
  - ✓ trovare tutte le informazioni rilevanti per poter predisporre ed aggiornare la Policy (e.g. prezzi, volumi, costi)
- per tutti gli strumenti finanziari
  - le difficoltà nel reperire i dati per predisporre la Policy non sollevano gli intermediari dal rispetto dell'obbligo di Best Execution

### Punti Aperti:

- Quante *venues* bisogna prendere in considerazione ?
- Un MTF non domestico, bisogna prenderlo in considerazione?
- Gli intermediari possono non considerare un mercato di riferimento multilaterale, laddove esiste (titoli non branded) ?
- Si può inserire solo l'internalizzatore del proprio gruppo?

**La Best Execution viene a coincidere con il concetto di "total consideration"**

- criterio secondo il quale scegliere le *venues* da inserire nella Policy
- per gli investitori *retail*
- per tutti gli strumenti
- consiste nel
  - prezzo dello strumento
  - più costi di esecuzione

**Punti Aperti:**

- Quali sono le componenti di costi (diretti ed indiretti, e.g. costi di adesione, del regolamento, dei dati) che devono essere prese in considerazione?
- Come rendere paragonabili le componenti di costo delle differenti *trading venues* ?
- Informativa finanziaria si basa su un'unica componente che è il prezzo. Come verrà considerata la "total consideration" ?

Le regole di Best Execution risultano avere un differente impatto tra due differenti tipologie di strumenti finanziari:

- **titoli branded** (obbligazioni bancarie\strutturate)
  - ✓ negoziati solo sull'SSO "proprietario"
  - ✓ nessun mercato di riferimento
- **titoli non branded** (titoli scambiati su più venues e/o per i quali esiste un mercato di riferimento)



## Intermediari – scelte da fare

**Tutti gli intermediari devono inoltre**

- gestire/rilevare conflitti d'interesse
  - l'internalizzazione presenta rischi particolari
- ottenere consenso del cliente
  - per poter eseguire ordini fuori mercato regolamentato o MTF
- predisporre ai loro clienti l'informativa sugli strumenti finanziari (*Information to Clients*)

## Le sfide per gli Internalizzatori

In particolare, gli internalizzatori devono

- **affrontare la concorrenza esterna sui prezzi**
  - Best Execution vale sempre
  - mantenendo prezzi alle condizioni prevalenti del mercato
  
- **essendo anche *trading venues*, sopportare costi di**
  - pre- e post trade transparency (azioni)
  - *firm quotes* (azioni)
  - vigilanza - Market Abuse (25 MiFID, 6.9 MAD)



## Soluzione proposta da TLX S.p.A

I mercati gestiti da TLX possono fin da subito offrire:

- **Best Execution**
  - **Trasparenza:** già compliant con MiFID, dati consolidati e reperibili; pre- e post-trading
  - **Multilaterale:** 2 market maker in competizione su strumenti non-branded
  - **Basso "Total Consideration":** nessun costo di adesione, esecuzione e informativa
  
- **Servizi per investitore non professionale:**
  - **Compliance:** verifiche in sede di ammissione alla negoziazione
  - **Information to Clients:** l'informativa sugli strumenti finanziari "custom" (scheda prodotto)