



# 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

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



## Il mercato obbligazionario italiano

- Il mercato obbligazionario per il segmento retail risulta essere: uno dei più grandi in Europa, frammentato, generalmente con poca trasparenza e liquidità, con differenti tipologie di strumenti finanziari.

### Contratti e Controvalori scambiati sui SSO

	2004	2005*
N° SSO (Bilateral e Multilateral)	334	332
N°Strumenti Finanziari (m)	22	23
Contratti (milioni)	4	4
Controvalori (€ billion)	85,7	89,4

Note: Dati Consob

\* Stime effettuate sulla base dei dati del secondo 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

**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 MTF
- necessari investimenti nella infrastruttura per poter affrontare gli obblighi normativi
- liquidità limitata
- rischio di conflitto d'interesse



## Trading Venues Obbligazionarie UE

### Lussemburgo

- solo listing, nessun trading
- non è il mercato di riferimento

### Altri mercati regolamentati europei

#### Sistemi di info providers

- non sono *trading venues*:
  - ✓ nessuna *firm quote*
  - ✓ adeguato ad investitori istituzionali (clienti professionali o controparti qualificate)
  - ✓ nessuna certezza di esecuzione; difficoltà ad assicurare esecuzione rapida, equa ed efficiente



## Trasparenza vs tipologia di strumenti

### 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 ?
- Gli intermediari possono non considerare un mercato di riferimento multilaterale, laddove esiste (titoli non branded) ?
- Si può inserire solo l'internalizzatore del proprio gruppo?



## Total Consideration

### 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 e 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”?



## Titoli Branded vs Non Branded

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**
  - mantenendo prezzi alle condizioni prevalenti del mercato
  - Gestione degli ordini con limite di prezzo (eseguito o inviati su altre TV)
  
- **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

### I mercati gestiti da TLX possono fin da subito offrire:

- Best Execution
  - Trasparenza: già compliant con MiFID, dati consolidati e reperibili; per e post trading
  - Multilaterale: 2 market maker in competizione su strumenti non-branded
  - "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)