

**TRADING VENUES
 IN COMPETIZIONE**

TITOLI	TLX Euro TLX
Obbligazioni governative	360
Altri strumenti obbligazionari	2.048
Totale obbligazioni	2.408
SCAMBI	
n° scambi a settembre	226.975
quota di mercato	45,87%

TITOLI	MOT Euro MOT
Obbligazioni governative	171
Altri strumenti obbligazionari	385
Totale obbligazioni	556
In comune con TLX	270
SCAMBI	
n° scambi a settembre	263.499
quota di mercato	53,25%

TITOLI	HiMTF
Obbligazioni governative	5
Altri strumenti obbligazionari	412
Totale obbligazioni	417
SCAMBI	
n° scambi a settembre	4.345
quota di mercato	0,88%

PIATTAFORME IN COMPETIZIONE PER LA MIFID - A NOVEMBRE VERIFICA DELLE POLICY DEGLI INTERMEDIARI

Scambi sui bond alla prova della liquidità

Nel 70% dei casi gli spread su Tlx sono più stretti di quelli del Mot

Tlx è la piattaforma italiana più liquida per scambiare un'obbligazione. In oltre il 70% dei casi lo spread tra prezzi in acquisto (bid) e vendita (ask) di un bond risulta "più stretto" rispetto a quello fatto segnare al Mot, il mercato di Borsa per le obbligazioni e tradizionale competitor di Tlx. È quanto si ricava dall'indice Mpi (market performance index), frutto della collaborazione tra la stessa piattaforma di negoziazione con i professori Marco Pagano (Università di Napoli) e Alessandro Beber (Università di Amsterdam), che si propone di catturare "il prezzo giusto" di un bond. Nella differenza tra bid e ask si può misurare la valutazione del mercato su uno strumento finanziario. Una ridotta distanza tra quei due estremi segnala bassi costi di transazione, una elevata velocità di esecuzione degli ordini e un ridotto rischio di non eseguirli. Se invece lo spread è ampio significa che domanda e offerta si incontrano con difficoltà, che i valori sono distanti (peggiori) da un ipotetico prezzo di equilibrio. E che, in definitiva, l'investitore sopporterà un onere maggiore per effettuare le proprie compravendite.

Quanto è avvenuto nell'ultimo anno nei mercati, con la paralisi degli scambi per intere famiglie di strumenti finanziari, è una ulteriore conferma dell'importanza della liquidità come termometro della salute di un mercato. Nel caso dei bond trattati su Tlx e sulle altre piattaforme di negoziazione una simile analisi non ha soltanto un'importanza statistica.

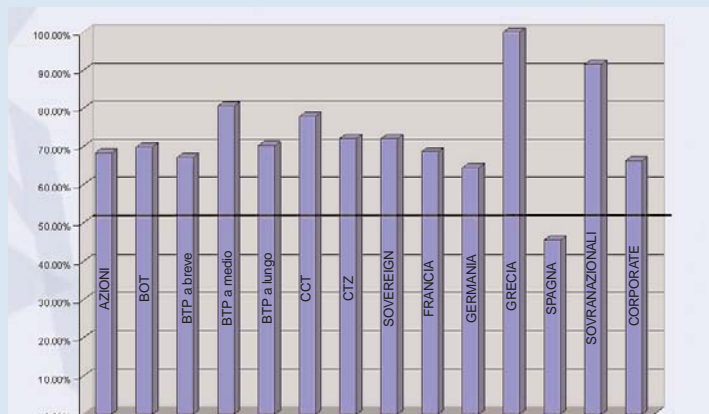
La Mifid, la direttiva europea sui servizi d'investimento, impone agli intermediari un obbligo di best execution, cioè di eseguire al meglio gli ordini della clientela scegliendo la piattaforma più efficiente. Per le azioni il problema, almeno finora, non si pone. Nonostante l'abrogazione della regola di concentrare in Borsa gli scambi sui titoli quotati, Piazza Affari ha mantenuto il suo precedente monopolio. Per le obbligazioni, invece, è diverso. A competere sul mercato sono due mercati regolamentari (Mot e Tlx), due piattaforme multilaterali di negoziazione (Euro tlx e Hi mtf)

ed un buon numero di internalizzatori sistematici (22 banche). I rispettivi listini non sono ovviamente identici ma esiste un certo numero di titoli contemporaneamente scambiati su due o più piattaforme (vedi tabella a fianco). In questi casi, appunto occorre scegliere dove eseguire la transazione. La Mifid raccomanda, per la best execution relativa a ordini di clienti al dettaglio, di tener conto del prezzo di acquisto o vendita assieme ai costi di transazione (total consideration). L'indice Mpi non cattura i costi di una transazione - dipendono anche dallo specifico intermediario che la esegue - i quali tuttavia sono molto meno rilevanti (per l'investitore) dello spread bid-ask.

Al momento di entrata in vigore della Mifid, nel novembre del 2007, gli intermediari hanno già reso nota la loro policy di negoziazioni, indicando per ciascuno strumento, le piattaforme considerate più efficienti. Ma il vero confronto vi sarà all'inizio del prossimo novembre quando le originarie scelte operative verranno sottoposte alla prima verifica annuale per confermarle o, semmai, cambiarle. È in questo contesto che potrà essere apprezzata l'importanza del nuovo indice il quale, peraltro, inizia ad essere utilizzato anche per mercati diversi da quello obbligazionario. Una recente release di Mpi, in particolare, mette a confronto gli spread registrati su Tlx e sul listino della Borsa italiana sulle azioni estere quotate nelle due piattaforme. E anche in questo caso è Tlx a prevalere nettamente.

Mercati a misura dell'indice Mpi

PERCENTUALE DEI CASI IN CUI LO SPREAD BID-ASK SU TLX È MIGLIORE O UGUALE DI QUELLO MISURATO SUL MOT



FONTE: TLX

Bid-Ask più stretti con i market maker

Hvb e Banca Imi assicurano liquidità agli scambi su Tlx. L'indice Mpi cattura i prezzi disponibili sui primi cinque livelli di negoziazione

La differenza la fanno i market maker. I motivi che rendono i prezzi su Tlx (tre volte su quattro) "migliori" di quelli riscontrati sul Mot della Borsa italiana, sono soprattutto da attribuire alla presenza di intermediari specializzati - sono Hvb e Banca Imi - che contribuiscono a rendere il mercato più efficiente. Cioè più liquido. E dunque se, per esempio, al crescere della dimensione di un ordine (supponiamo in acquisto) sul Mot non si trova una controparte (in vendita) disposta a soddisfarlo ad un determinato prezzo, su Tlx la transazione si conclude più facilmente grazie, appunto, a quei "pompieri" del mercato che immettono di continuo proposte di acquisto e vendita. La loro remunerazione sta nella differenza (spread) dei prezzi ai quali sono disposti ad acquistare o vendere il medesimo strumento finanziario: quanto più gli scambi sono frequenti tanto più gli spread sono contenuti. Al rarefarsi delle contrattazioni, o al crescere dell'incertezza sull'effettivo valore di un titolo - ciò che in questi mesi si è manifestato per molte famiglie di strumenti finanziari - la distanza si allarga anche per remunerare il maggior rischio corso dagli operatori. In fondo il Market Performance

index (Mpi), frutto della collaborazione tra Tlx, i professori Marco Pagano (Università di Napoli) e Alessandro Beber (Università di Amsterdam), e Thomson Reuters, si limita a registrare questa semplice verità. L'indice calcola per ogni singolo strumento finanziario lo spread bid-ask medio dei prezzi disponibili sui primi 5 livelli del book fino al soddisfacimento di una predeterminata quantità di riferimento. Questa, in relazione all'ammontare delle contrattazioni medie sul mercato, è stabilita in 50mila euro per titoli di stato italiani ed europei ed in 30mila euro per obbligazioni sovranazionali, corporate e bancarie. Ogni giorno vengono effettuate 125 rilevazioni per strumento, al fine di catturare l'andamento effettivo degli scambi nel corso della seduta. Confrontando le istantanee scattate su Tlx con quelle relative ad un altro mercato, Mpi esprime la percentuale di rilevazioni in cui la performance di Tlx è migliore o uguale. Nel caso in cui la quantità offerta non venga interamente soddisfatta nei primi 5 livelli del book di negoziazione, la performance di un mercato è considerata sempre peggiore rispetto a quella dell'altro, a patto che quest'ultimo riesca ad esprimere uno spread.

L'indice consente anche di confrontare l'efficienza di due mercati non soltanto in termini di spread ma anche di prezzo medio ponderato in acquisto e vendita. In particolare l'indicatore "Mpi one side" indica con che frequenza i prezzi medi in acquisto o vendita su Tlx risultano migliori o uguali di quelli rilevati nel mercato di confronto.

Tra i dati messi a disposizione, c'è infine anche la frequenza di esecuzione di un ordine, cioè la probabilità che l'intera quantità di offerta predeterminata trovi una controparte nel book di negoziazione. Una conclusione che in Tlx (vedi tabella) giunge quasi al 100% delle proposte immesse nel circuito, proprio per il sostegno assicurato dai market maker.

MERCATI DIVISI DALLO SPREAD

		MPI Frequenza successi	Spread medio del periodo	Frequenza di esecuzione
TLX	Agosto 2008	73,52%	0,20%	96,73%
	Luglio 2008	73,15%	0,24%	99,68%
	Giugno 2008	82,77%	0,25%	99,26%
MOT	Agosto 2008	33,04%	0,49%	94,22%
	Luglio 2008	31,59%	0,64%	97,55%
	Giugno 2008	19,89%	0,70%	96,62%

La paralisi dei mercati figlia dell'incertezza

L'economista Marco Pagano spiega la crisi di liquidità che ha colpito il sistema finanziario - "Molte informazioni distrutte nel processo di rating"

I mercati non funzionano in assenza di scambi i quali, a loro volta, non possono avvenire se mancano le informazioni essenziali sugli strumenti finanziari oggetto delle transazioni. È l'insegnamento del terremoto che da un anno sta mettendo sottosopra la finanza mondiale. Ma la crisi attuale fa emergere anche novità, sottolinea Marco Pagano, ordinario di Politica Economica all'università Federico II di Napoli. Pagano, assieme a ricercatori dell'Università di Losanna ed a Tlx, ha messo a punto l'indice Mpi che consente di valutare l'efficienza di una piattaforma di negoziazione attraverso l'ampiezza dello spread bid-ask. "È un indice abbastanza flessibile - spiega - che si adatta a qualsiasi circostanza. Inoltre è in grado di cogliere non soltanto la differenza dei prezzi ma anche la profondità del mercato". L'importanza di un simile indicatore trova conferma nella crisi attuale che nasce appunto da una carenza nella liquidità dei mercati. "E' sparita o si è drasticamente ridotta anche asset class che in altri periodi erano estremamente liquide come gli strumenti del mercato monetario e il commercial paper".

Come si è giunti a ciò?

Due sono le possibili spiegazioni. La prima è che si tratti della forma estrema di un fenomeno che si verifica anche in situazioni normali nei mercati, cioè la selezione avversa. Se un potenziale compratore teme che il venditore ne sappia di più

sul valore del titolo sarà spinto a non negoziarlo oppure a chiedere uno sconto molto elevato. Ma c'è un'altra ipotesi che comincia ad essere prospettata: quella che si sia manifestato un problema che normalmente non si verifica, cioè che nessuno sappia con esattezza quale sia la distribuzione di probabilità dei rendimenti di alcuni strumenti finanziari, per esempio quale sia la probabilità di insolvenza di un'obbligazione strutturata. E poiché l'incertezza riguarda sia i potenziali acquirenti che i potenziali venditori, ciascuno sceglie la probabilità peggiore. Come la selezione avversa, anche l'incertezza può spingere i potenziali compratori a ritirarsi dal mercato oppure ad applicare uno sconto elevato

Perché questa incertezza?

Il fatto è che molte delle informazioni sono state distrutte nel processo di rating. Per i prodotti strutturati che sono andati nel circolo dei mercati finanziari, spesso si ignorano molte caratteristiche dei prestiti sottostanti, come la loro composizione per area geografica, la posizione lavorativa dei contraenti, ecc. Alcune agenzie di rating comunicano, ad esempio, la propria stima della probabilità di insolvenza, ma non la perdita in caso di insolvenza su un determinato portafoglio di crediti. Anche quando forniscono una stima della perdita attesa, non danno quella del beta dei titoli, cioè di quanto i loro rendimenti siano correlati con quelli degli altri, che è un'informazione essenziale per valutarne la rischiosità.

L'incertezza, nata nei mercati obbligazionari, si è propagata rapidamente al mercato monetario, per il rischio di controparte connesso alla solidità degli emittenti bancari impegnati in una transazione. E al mercato azionario, per il rischio di valutazione connesso alla difficoltà di stimare l'effettivo valore dei titoli illiquidi inclusi nei loro bilanci.

Le risposte che gli Stati hanno dato non sembrano a senso unico. Da un lato è stata ridotta l'incertezza dando garanzie sugli asset illiquidi, ma altri provvedimenti sembrano piuttosto aumentare l'opacità o inibire meccanismi di mercato.

È vero: c'è un'ambivalenza in tutto questo. Mi sembra una buona idea quella che, data la situazione, il fair value non influisca sui ratios patrimoniali delle banche, con l'obiettivo di evitare un avvitamento della situazione e limitando l'effetto prociclico della normativa prudenziale. Penso però che i prezzi al fair value dovrebbero essere comunque comunicati perché il

mercato possa fare le sue valutazioni. Quanto ai divieti sulle vendite allo scoperto, si tratta di una strategia miope. Rappresentano un tampone alle vendite nel breve periodo ma non possono certo impedire che il mercato esprima una direzione.

E sull'Opa?

Non vedo l'esigenza di misure specifiche di protezione per l'Italia. Questa è una situazione in cui il valore di mercato di tutte le società è depresso, non una situazione in cui il valore delle aziende italiane (o di alcune di esse) sia particolarmente basso rispetto per esempio a quello di comparabili società francesi o inglesi. Dove sarebbe l'incentivo a lanciare un'offerta ostile, in una situazione come quella attuale? E anche volendo supporre che vi fosse, perché supporre che un'eventuale scalata ostile non vada a beneficio degli azionisti, accrescendo il valore dei loro titoli?

MARCO PAGANO insegna Politica economica presso l'Università Federico II di Napoli e dirige il programma di ricerca in economia finanziaria del Centre for Economic Policy Research di Londra. Laureato in economia a Cambridge, ha conseguito il dottorato in economia al MIT e ha insegnato all'Università di Salerno e all'Università Bocconi. Attualmente è presidente del comitato scientifico di MTS S.p.A., e componente del Research Board di Unicredit.



TLX e Mot a confronto

TITOLI DI STATO ITALIA

	Giugno 2008			Luglio 2008			Agosto 2008		
	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione
BOT	76,91%	0,01%	100,00%	60,43%	0,01%	100,00%	69,87%	0,01%	99,89%
BTP 0-3 anni	76,77%	0,04%	100,00%	70,60%	0,05%	100,00%	67,08%	0,02%	99,66%
BTP 4-10 anni	89,72%	0,11%	100,00%	90,69%	0,08%	100,00%	80,60%	0,08%	99,84%
BTP >11 anni	82,56%	0,17%	99,99%	82,85%	0,17%	100,00%	70,28%	0,15%	99,94%
CCT	64,09%	0,03%	100,00%	81,15%	0,02%	100,00%	77,86%	0,02%	99,75%
CTZ	73,49%	0,01%	100,00%	83,62%	0,01%	100,00%	72,15%	0,01%	99,24%
Sovereign	77,86%	0,56%	100,00%	83,90%	0,35%	100,00%	72,06%	0,50%	96,74%

TITOLI DI STATO EUROPA

	Giugno 2008			Luglio 2008			Agosto 2008		
	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione
Francia - BTAN	100,00%	0,10%	100,00%	99,05%	0,11%	100,00%	99,56%	0,10%	99,02%
Francia - OAT	92,18%	0,21%	99,28%	59,68%	0,28%	100,00%	64,27%	0,21%	99,89%
Germania - BOBL	85,60%	0,12%	100,00%	63,68%	0,08%	100,00%	60,00%	0,08%	99,63%
Germania - BUND	74,39%	0,24%	100,00%	80,73%	0,24%	100,00%	57,31%	0,17%	99,88%
Germania - SCHATZE	100,00%	0,08%	100,00%	100,00%	0,06%	100,00%	99,90%	0,06%	100,00%
Grecia	100,00%	0,14%	100,00%	100,00%	0,13%	95,83%	100,00%	0,11%	100,00%
Spagna	99,99%	0,32%	100,00%	56,30%	0,27%	100,00%	45,59%	0,20%	99,70%

ALTRI STRUMENTI FINANZIARI

	Giugno 2008			Luglio 2008			Agosto 2008		
	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione	MPI	Spread medio	Frequenza esecuzione
Obbligazioni Corporate e Bancarie	52,17%	0,68%	93,93%	57,27%	0,58%	96,97%	66,29%	0,70%	78,49%
Obbligazioni Supranational	77,48%	0,34%	99,97%	74,72%	0,31%	99,64%	91,56%	0,28%	99,98%
Azioni	91,77%	0,19%	100,00%	85,07%	0,23%	100,00%	68,38%	0,26%	99,60%

I DATI SI RIFERISCONO AGLI SCAMBI EFFETTUATI SUL CIRCUITO TLX ED EUROTLX

MPI: FREQUENZA IN CUI LO SPREAD È MIGLIORE O UGUALE DI QUELLO REGISTRATO SUL MOT, EURO MOT E MTA INTERNATIONAL;

SPREAD MEDIO: DIFFERENZA PREZZI IN ACQUISTO E VENDITA

FREQUENZA ESECUZIONE: PERCENTUALE DI ESEGUITO NEGLI ORDINI

Fonte: TLX

GLI STRUMENTI NEGOZIATI (ottobre 2008)

	TLX	EuroTLX	Totale
Azioni (Europa, Svizzera, USA)	25	94	119
Certificati, CW e Covered Bond		92	92
Obbligazioni Bancarie e Strutturate	66	1404	1470
Obbligazioni Corporate	4	328	332
Obbligazioni Sovereign e Mercati Emergenti	10	42	52
Obbligazioni Supranational	143	30	173
Titoli di Stato Europa, Italia, non EU	286	71	357
Totale	534	2061	2595

Il Sole 24 ORE Radiocor
Reg. Trib. Milano n. 457 del 16.09.1995

Progetto e coordinamento editoriale,
grafico e artwork dell'inserto:
Il Sole 24 ORE Radiocor
A cura di Riccardo Sabbatini

Sede Legale e redazione:
Via Monte Rosa n. 91 20149 Milano
Tel: 02.3022.4602-3 - Fax: 02.3022.481

Edizione speciale per TLX
Pubblicazione in formato elettronico
distribuita via mail
Copyright 2008 Il Sole 24 ORE Radiocor