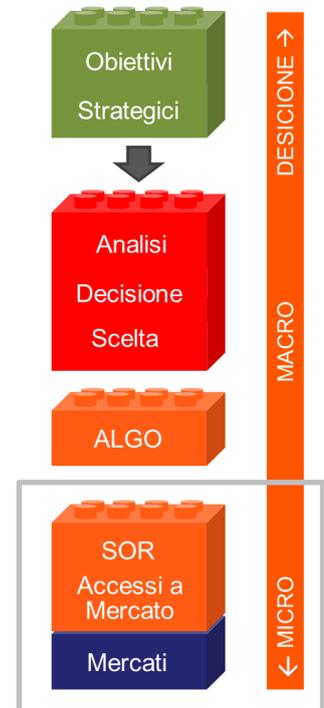


Best Execution – Analisi “Micro”

Il punto di partenza è la **decisione** di acquisto o vendita. Gli obiettivi di best execution devono essere definiti sulla base delle dimensioni dell'ordine e della liquidità disponibile. Questi obiettivi caratterizzano tipicamente l'analisi a livello “Macro” e disegnano le strategie (i.e. gli algoritmi) che dividono l'ordine in proposte di minore dimensione e impatto sul mercato. La singola proposta è trasmessa a una Borsa, o a una piazza di esecuzione alternativa, e qui parteciperà al libro ordini, in competizione con le altre proposte. Questa fase si definisce “livello Micro” e l'analisi di best execution al livello del singolo ordine rappresenta l'obiettivo di questo documento.

Analizzeremo come lo Smart Order Router (SOR) e l'infrastruttura di accesso a mercato operino congiuntamente per gestire gli ordini e come si possa definire e misurare un parametro di best execution a livello “Micro”, con riferimento sia a qualità che costi. Ne quantificheremo anche una valorizzazione economica e mostreremo come possa misurare anche 5-10 bps (basis points) del controvalore dell'ordine o, talvolta, un valore persino superiore.



La Best Execution a livello “Micro”

Lo Smart Order Router e la piattaforma di accesso a mercato del broker agiscono come un meccanismo unitario per gestire la negoziazione a livello della micro-struttura del mercato. Il SOR e il book aggregato dei prezzi di mercato semplificano la complessa frammentazione della liquidità (il fatto che lo stesso titolo sia negoziato contemporaneamente su molteplici piazze) in modo tale che tutti i mercati siano concentrati in un quadro unico dove sono disponibili a salire (o scendere) tutti i livelli della catena di negoziazione. Il livello “Micro” comprende sia la rapida e immediata negoziazione delle singole proposte, parte di complessi ordini algoritmici, che i semplici ordini a mercato degli operatori meno sofisticati (i.e. retail).

Misurare il livello “Micro” – l'aspetto qualitativo

Sul mercato principale c'è un solo intervallo denaro-lettera, il “best bid and offer”. La differenza fra denaro (bid) e lettera (ask o offer) si chiama spread. Quando molteplici piazze alternative negoziano lo stesso strumento, i prezzi bid e ask in queste piazze possono essere migliori o peggiori rispetto al mercato principale. Il miglior corso denaro-lettera fra tutte le piazze regolamentate europee si chiama EBBO (European Best Bid and Offer).

Questo vuol dire che l'EBBO sarà sempre migliore o uguale rispetto allo spread denaro-lettera del mercato regolamentato (migliore se almeno una delle piazze alternative propone un livello migliore). Accedere e negoziare all'interno dell'EBBO rappresenta il primo obiettivo di best execution a livello Micro e la percentuale di ordini che raggiungono questo obiettivo è la misura minima di best execution. La seconda, e più importante misura di best execution, è se e di quanto viene migliorato il livello minimo rappresentato dai valori estremi dello spread, quindi la qualità della best execution, definita dal livello di spread capture o EBBO improvement.

Neonet utilizza una società terza per misurare la best execution – Liquidmetrix (LM). Di seguito ne presentiamo e commentiamo un report che si riferisce al flusso degli ordini SOR di un cliente Neonet, preso a campione per un breve periodo nel corso del 2012.

Trading Summary

In questo esempio, lo spread medio EBBO è stato di 17,13bps (1 bp o basis point = 0.01%). Sono disponibili anche informazioni sull'eseguito medio e il controvalore negoziato.

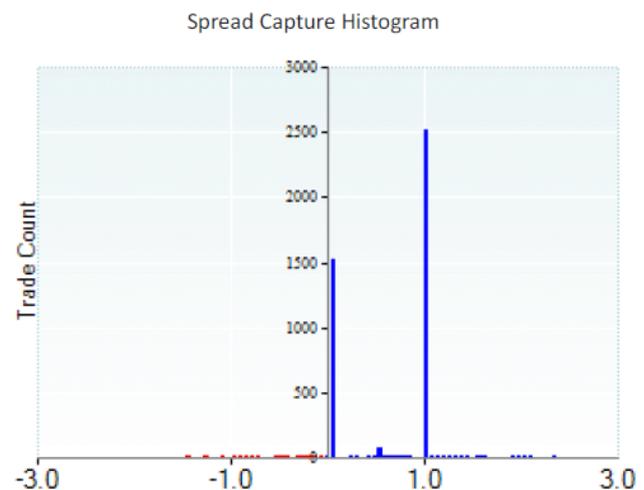
Trading Summary

Value Traded:	€ 23,611,592
NumberOfTrades:	4,803
Average Trade Size:	€ 4,916
Average On-book Spread:	17.13 BPS
Distinct Instruments Traded:	64

Istogramma di Spread Capture

Inviare ordini limitati (c.d. passivi) al miglior livello del book significa che non si 'paga' lo spread. Un altro operatore pagherà lo spread per eseguire l'ordine. In questo caso si cattura l'intero valore dello spread (nell'esempio, 17,13 bps). Questo sarà rappresentato come 1,0x nel grafico a sinistra.

"Pagare" lo spread inviando un ordine a mercato, senza prendere alcun rischio temporale, non permetterà di guadagnare alcun valore dello spread e si definisce come 0,0x nel grafico.



Prima di "pagare" lo spread per intero, il SOR di Neonet cercherà di risparmiarne metà inviando un ordine al valore medio (midpoint) in un darkpool. Questo eseguito si rappresenta come 0,5x (in esempio 8,6bps). L'intervallo all'interno dell'EBBO varia da 0 a 1.

Performance summary

La Best Execution minima (gli eseguiti all'interno dell'EBBO) si misura in termini percentuali: 98,16%, nella scheda riassuntiva alla destra.

La qualità della best execution invece si misura con la percentuale di Spread Capture. Catturando, o risparmiando, in media il 43,7% dello spread medio, il cliente ha ricevuto un price improvement di 7,48 bps, che devono essere paragonati al risultato di conseguire solo EBBO, ovvero pagare sempre il bid e ask dello spread, che è il minimo requisito della best execution.

Il Report misura anche il SOR

Improvement Potential (miglioramento potenziale del SOR), che segnala vischiosità dovute a fattori tecnologici di disturbo, come, ad esempio, episodi di latenza e altri, che possano avere reso alcuni eseguiti peggiori di quanto tecnicamente possibile. Questa misura si ottiene analizzando ex-post i dati dei singoli book dei mercati. Questo valore non sarà quasi mai zero. Tuttavia, mentre un valore elevato indicherà la mancanza strutturale di accesso a una piazza liquida e competitiva, o un problema di regolazione del SOR, un valore sotto 0,25bps è da considerarsi ottimo.

Misurare la differenza fra Best Execution e Execution Quality

Se lo spread sul mercato regolamentato fosse pari a 17.01-17.04 e fosse disponibile nel book consolidato un ask price pari a 17.03 su una piazza alternativa, la differenza di un centesimo corrisponderebbe a 5.9bps. L'eseguito a 17.03 rappresenterebbe l'EBBO e la best execution. I criteri MiFID sono soddisfatti. Tuttavia, aver accesso ai darkpool tramite Neonet, consente di provare a negoziare l'ordine a mid-price (nell'ipotesi 17.025) tramite l'invio rapidissimo di una proposta fill or kill, a uno o più darkpool, che in caso di eseguito, rappresenterebbe un potenziale guadagno di 8,8bps.

Conclusione

Ci sono utili considerazioni da trarre, analizzando la qualità di esecuzione al livello Micro. La prima è che avere accesso alle piazze alternative tramite un SOR consente di avere accesso a prezzi migliori rispetto ad accedere al solo mercato regolamentato di riferimento. In media l'EBBO è uno spread più stretto dello spread del mercato principale e per poter mantenere l'obiettivo di Best Execution occorre avere accesso operativo all'EBBO.

La seconda considerazione, altrettanto importante, è che l'accesso ai darkpool, se utilizzati nell'ambito di un SOR che non si limiti a cercare di conseguire EBBO, ma ricerchi aggressivamente il mid-price, può consentire risparmi fino al 50% del valore dello spread

Performance Summary

	% By # of Trades	% By Value Traded
Percentage Success	97.61%	98.16%
Percentage Better	56.88%	60.88%
Percentage Equal	39.89%	36.53%
Percentage Worse	2.39%	1.84%
Not Benchmarked (N/B)	0.83%	0.75%

Average Improvement/Shortfall Value **7.48 BPS**
(€17,536)

Spread Capture **43.70%**

SOR Improvement Potential Value **0.08 BPS**
(€178)

sull'aggregato degli ordini eseguiti nel corso di una giornata di trading. Ovvero che la Best Execution garantita a EBBO non è necessariamente sinonimo di Good Execution.

Misurare il Livello Micro – i costi

Le piazze alternative sono in concorrenza con i mercati regolamentati offrendo tariffe semplici, trasparenti e più basse. Le Borse hanno spesso tariffe complicate e livelli tariffari per volumi, che rendono difficili i paragoni. Alcuni MTF pagano per gli ordini limitati tramite i rebate. Di seguito una comparazione di costi fra Nasdaq OMX Stoccolma (tariff 1) e Chi-X:

Amount traded in SEK	OMX		CHI-X		Clearing cost 1tr (bps)	Clearing cost 5tr (bps)
	Agg (bps)	Pas (bps)	Agg (bps)	Pas (bps)		
1000	75.75	49.93	0.3	-0.2	8	40
5000	15.23	10.17	0.3	-0.2	1.6	8
10000	7.79	5.2	0.3	-0.2	0.8	4
30000	2.83	1.89	0.3	-0.2	0.267	1.33
60000	1.59	1.06	0.3	-0.2	0.1333	0.65
100000	1.1	0.73	0.3	-0.2	0.08	0.4
1000000	0.43	0.28	0.3	-0.2	0.008	0.04

Commento: Un ordine 'aggressivo' di 30,000 SEK eseguito in cinque parziali sul mercato primario ha un costo di $2,83 + 1,33 = 4,16$ bps. Eseguire lo stesso ordine su Chi-X avrebbe un costo di $0,3 + 1,33 = 1,63$ bps: una differenza di 2,13 bps. Il costo dipende dalla scelta della piazza di esecuzione.

Conclusione

Come il vostro Smart Order Router gestisce gli ordini passivi e aggressivi e i criteri di priorità fra piazze di esecuzione influenza in maniera molto importante non solo la qualità ma anche i costi di execution.

Nell'ordine presentato nella seguente tabella, 53,51% degli eseguiti sono stati rilevati sul mercato primario e 46,49% sugli MTF.

Performance Breakdown by Execution Venue

Venue	# Trades	Value(€)	Val(%)	% Better	% Equal	% Success	% N/B	SOR (EUR)	SOR (BPS)	Imp(EUR)	Imp (BPS)	SC (%)	Spread (BPS)
OMX Helsinki	2,345	12,635,311	53.51%	57.43%	39.55%	98.39%	1.41%	70	0.06	12,144	9.61	41.35%	23.24
Chi-X Europe	2,033	9,060,096	38.37%	67.72%	30.64%	98.37%	0.00%	69	0.08	4,849	5.35	61.76%	8.67
BATS Europe	131	387,108	1.64%	2.67%	90.23%	92.89%	0.00%	13	0.33	-1	-0.03	-0.22%	12.25
Turquoise	107	267,589	1.13%	6.34%	83.26%	89.60%	0.00%	13	0.50	-6	-0.22	-1.15%	19.13
Chi-Delta	68	620,987	2.63%	95.66%	4.34%	100.00%	0.00%	0	0.00	446	7.19	52.18%	13.78
Burgundy	59	277,647	1.18%	0.00%	90.27%	90.27%	0.00%	14	0.52	-14	-0.52	-5.38%	9.63
Turquoise Dark	27	159,518	0.68%	100.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0	0.00	122	7.66	50.90%	15.04
BATS Dark	18	118,356	0.50%	100.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0	0.00	90	7.64	51.43%	14.85
NYSE Arca Eur.	8	19,161	0.08%	91.58%	8.42%	100.00%	0.00%	0	0.00	29	15.06	104.39%	14.42
XUBS	7	65,818	0.28%	100.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0	0.00	48	7.24	59.52%	12.17

Sintesi

Misurare più attivamente il livello Micro nell'analisi dell'Execution è cruciale e può contemporaneamente sia aumentarne la qualità complessiva, che ridurne i costi.

Misurando gli eseguiti rispetto a EBBO si possono conseguire miglioramenti fra 1 e 10bps, ma in alcuni casi anche molto più alti. Misurando i costi, soprattutto per gli ordini più piccoli, si possono anche in questo caso risparmiare diversi basis points. Per valutare una controparte bisognerebbe misurare la qualità oltre che il costo di execution.

In Neonet ci impegniamo a offrire un servizio trasparente e indipendente che cura sia qualità che costi. Report trasparenti come quelli mostrati in questo documento offrono ai nostri clienti piena visibilità e controllo sul nostro servizio.

Per maggiori informazioni, www.neonet.com.