

# EQUIDUCT IN BREVE



## Equiduct in Breve

### Il contesto: MiFID, frammentazione e Best Execution

Con l'introduzione della direttiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) dal Novembre 2007, i mercati europei hanno assistito ad una abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sulle borse ufficiali e all'introduzione di mercati alternativi (MTF – Multilateral Trading Facility) in diretta competizione con il mercato di riferimento.

Dall'introduzione della MiFID ad oggi, la cosiddetta frammentazione degli scambi è cresciuta in modo rilevante in diversi paesi europei, ed in alcuni casi, quasi la metà delle transazioni è eseguita al di fuori della borsa ufficiale di origine, ovvero dove il titolo è stato quotato inizialmente (cfr: <http://fragmentation.fidessa.com/europe>).

Simulazioni basate su ordini reali di Clienti retail, hanno dimostrato che nel 30% dei casi le piazze di negoziazione alternative (cosiddetti MTF) forniscono prezzi migliori rispetto a quelli del mercato di riferimento (fonte: Equiduct).

### Cos'è Equiduct?

Equiduct (<http://www.equiduct.com/home/home.asp>) è un segmento del Mercato Regolamentato della Borsa di Berlino (Börse Berlin - <http://www.boerse-berlin.com>) che combina tecnologia di ultima generazione e un modello operativo innovativo per garantire la Best Execution dinamica sul mercato azionario alla clientela.

### Qual'è la relazione fra Börse Berlin e Equiduct?

Börse Berlin è un Mercato Regolamentato fondato nel 1685, il quale dal 2009 include Equiduct, il segmento dedicato al trading elettronico. In qualità di istituzione, Börse Berlin decide quali mercati devono essere inclusi per il calcolo del miglior prezzo ed è responsabile per l'ammissione dei partecipanti al mercato e l'ammissione di titoli alle quotazioni di mercato. Tra i principali obiettivi di Börse Berlin vi è quello di tutelare gli interessi degli investitori che negoziano sul segmento Equiduct, secondo le prescrizioni della European Securities and Market Authority (ESMA – [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)).

Equiduct, in quanto segmento della Borsa di Berlino, vanta lo stesso 'status' delle Borse "tradizionali", quali ad esempio, Deutsche Börse, Borsa Italiana, Euronext, ecc. essendo essa stessa uno dei mercati regolamentati inclusi nella lista del CESR (cfr: [http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks\\_id=23&language=0&pageName=REGULATED\\_MARKETS\\_Display&subsection\\_id=0](http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=23&language=0&pageName=REGULATED_MARKETS_Display&subsection_id=0))

### Quali vantaggi offre un mercato regolamentato rispetto ad un MTF?

Una delle principali differenze esistenti fra mercato regolamentato e MTF è il livello di protezione offerto agli investitori. Equiduct, in qualità di mercato regolamentato, offre una maggiore protezione, poiché è monitorato dalle seguenti istituzioni:

- *Exchange Supervisory Authority* – istituzione dello stato federale di Berlino che controlla l'attività del mercato e verifica che lo stesso sia in linea con i Regolamenti di Borsa, indaga sulle irregolarità e ha il potere di imporre sanzioni ai partecipanti del mercato.
- *The Market Surveillance (Hüst)* – istituzione che controlla ogni transazione eseguita su Equiduct ed è totalmente indipendente dal dipartimento commerciale della borsa stessa. In caso di controversia, il partecipante può contattare direttamente la Market Surveillance e ottenere informazioni sulla transazione.
- *The Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)* – istituzione che verifica l'attività di negoziazione su Equiduct e controlla che non ci siano violazioni quali ad esempio: operatività di insider trading, market manipulation o altre attività illegali.

## Come funziona Equiduct?

Equiduct, per ciascun titolo, raccoglie e aggrega le quotazioni fornite dalla borsa ufficiale e dai diversi mercati alternativi (Multilateral Trading Facility – MTF, quali Chi-X, BATS, Turquoise, ecc), creando un cosiddetto “book consolidato” che rappresenta la liquidità disponibile in Europa sul titolo.

Per esempio, se un titolo viene quotato in diversi mercati e:

- la borsa ufficiale offre 100 azioni a 10 €
- il mercato alternativo Chi-X ne offre 200 a 10 €
- il mercato alternativo BATS ne offre 250 a 10 €
- il mercato alternativo Turquoise ne offre 350 a 10 €

Equiduct offrirà  $100+200+250+350 = 900$  azioni a 10 €

Questa aggregazione è effettuata per tutte le quantità aventi lo stesso livello di prezzo. Il book consolidato fornisce quindi una visione completa della liquidità visibile su tutte le piazze di negoziazione di un particolare titolo.

I Market Maker che aderiscono ad Equiduct assicurano alla clientela retail la possibilità di negoziare ai valori riportati nel book consolidato per il controvalore massimo indicato dall’intermediario.

Il modello operativo adottato da Equiduct garantisce, come effetto pratico, la Best Execution dinamica, a prescindere da quale piazza fornisca il miglior prezzo.

Quando un ordine viene negoziato su Equiduct, il mercato stabilisce il miglior prezzo di eseguito e se il mercato non ha liquidità disponibile a quel particolare prezzo, sarà il market maker a garantire l’eseguibilità dell’operazione.

## Come viene calcolato il prezzo di eseguito su Equiduct?

Assumiamo che per un particolare titolo, i vari mercati abbiano le seguenti quotazioni:

Borsa Ufficiale				Chi-X				BATS			
quantita'	denaro	lettera	quantita'	quantita'	denaro	lettera	quantita'	quantita'	denaro	lettera	quantita'
200	10.2	10.8	200	250	10.4	10.5	350	500	10.4	10.8	200
300	10.0	11.0	400	100	10.2	10.8	100	300	10.0	11.1	100
150	9.8	11.1	250	150	10.0	11.0	200	250	9.8	11.5	450

Equiduct aggregherà le quantità di tutti i mercati allo stesso livello di prezzo:

Equiduct			
quantita'	denaro	lettera	quantita'
750	10.4	10.5	350
300	10.2	10.8	500
750	10.0	11.0	600
400	9.8	11.1	350
		11.5	450

Se un Cliente decidesse di acquistare 500 azioni senza limite di prezzo (al meglio) su Equiduct, il calcolo del miglior prezzo, ovvero il prezzo medio ponderato in lettera (Volume Best Offer – VBO) sarà il seguente:

- 350 pezzi saranno disponibili a 10.50 €
- 150 pezzi saranno disponibili a 10.80 €

Quindi il VBO (lettera) =  $(350 * 10.50 € + 150 * 10.80 €) / 500 = 10.59 €$

Il prezzo di acquisto finale di 10,59 €, sarà quindi migliore rispetto a quanto altrimenti ottenuto negoziando esclusivamente sulla piazza principale o negli MTF alternativi.

### Quale vantaggi offre Equiduct rispetto agli altri mercati?

Equiduct, implicitamente, offre in qualsiasi circostanza il miglior prezzo. Riprendendo l'esempio riportato nel paragrafo precedente, se l'ordine di acquisto di 500 azioni fosse stato inviato sulle altre piazze:

- sulla Borsa Ufficiale il Cliente finale avrebbe ottenuto un prezzo di 10.92 €
- su Chi-X avrebbe ottenuto un prezzo di 10.61 €
- su BATS avrebbe ottenuto un prezzo di 11.14 €

Tutte le quotazione riportate sopra risulterebbero superiori al prezzo di 10.59 € ottenuto su Equiduct.

Inoltre, Equiduct offre un vantaggio in termini di costi complessivi per operazione. Questo vantaggio deriva dai minori costi di negoziazione di Equiduct rispetto alla borsa ufficiale.

### Come funzionano gli ordini limitati su Equiduct?

Riprendendo l'esempio sopra, assumiamo che un Cliente decida di acquistare su Equiduct 500 azioni con un limite di prezzo di 10.50 € e che su Equiduct ce ne siano disponibili solo 350 a 10.50 €. In tale circostanza 350 azioni verranno eseguite a 10.50 € mentre le rimanenti 150 azioni saranno posizionate sul book di Equiduct con un limite di prezzo pari a 10.50 €.

Il book di Equiduct risulterà:

Equiduct			
quantita'	denaro	lettera	quantita'
150	10.5	10.8	500
750	10.4	11.0	600
300	10.2	11.1	350
750	10.0	11.5	450
400	9.8		

Il Cliente potrà ottenere l'eseguito completo dell'ordine al verificarsi di una delle seguenti condizioni:

- l'ordine, come criterio di prezzo, incrocia un ordine in vendita di un altro Cliente all'interno di Equiduct;
- in un qualsiasi altro mercato ci sia un eseguito a 10.50 €, Equiduct eseguirà la stessa quantità eseguita da quel particolare mercato. Per Esempio, se su Chi-X vengono eseguite 50 azioni a 10.50 €, Equiduct eseguirà 50 azioni a 10.50 € e manterrà sul book le restanti 100 azioni limitate a 10.50 €.

La probabilità che il Cliente retail ha di ottenere l'esecuzione di propri ordini Limitati contenuti nel book di Equiduct sarà sempre superiore o uguale alla probabilità di avere eseguiti gli stessi ordini limitati disposti sulla borsa ufficiale.

Per ulteriori informazioni consultare il link: <http://www.equiduct.com/home/downloads.asp>, sotto la voce Market Model.

### Com'è possibile verificare la Best Execution su Equiduct?

Equiduct offre al Cliente un innovativo metodo di verifica della Best Execution: il Market Viewer, ovvero una semplice ma efficace applicazione accessibile all'indirizzo <https://marketviewer.equiduct.com/>. La funzione 'Replay' all'interno del Market Viewer permette al Cliente di avere una fotografia precisa del mercato nel momento in cui è stato eseguito l'ordine su Equiduct, consentendo pertanto di confrontare il prezzo del proprio eseguito su Equiduct con i prezzi disponibili nelle altre piazze o MTF al momento dell'esecuzione dell'ordine.

### Quali mercati e quali titoli possono essere negoziati su Equiduct?

Il mercato regolamentato Equiduct offre la possibilità di negoziare titoli azionari in diversi paesi Europei quali Germania, Francia, Olanda, Belgio, Portogallo e Regno Unito. A breve saranno disponibili anche Italia e Svizzera.

Equiduct è stato concepito per risolvere i problemi creati dalla frammentazione degli scambi dovuta alla proliferazione delle piazze di negoziazione. A tale proposito, se un titolo azionario è negoziato unicamente sulla borsa ufficiale, ovvero non

frammentato, il concetto di Best Execution non esiste dato che l'unico prezzo per quel titolo è fornito da una sola piazza. In questo caso quindi un book consolidato non è necessario e Equiduct non offre la negoziazione per quel titolo.

Per la lista completa dei titoli negoziabili su Equiduct consultare il link: <http://www.equiduct.com/home/downloads.asp>, sotto la voce Instrument List.

### **Quali sono le fasi di mercato di Equiduct e quali sono gli orari di negoziazione?**

Equiduct, in qualità di mercato regolamentato, include le fasi d'asta. Il prezzo di apertura e di chiusura di Equiduct coincide con quello della borsa ufficiale. Quindi un ordine inserito in asta presso Equiduct otterrà lo stesso prezzo di eseguito della borsa ufficiale.

Gli orari di negoziazione di Equiduct sono i seguenti:

- 9:00 → 9:10 : Processo di formazione del prezzo di apertura di Equiduct. Alle 08:59:30 Equiduct attiverà il periodo di congelamento dell'apertura, durante il quale l'inserimento, la modifica o la cancellazione degli ordini prima dell'avvio della negoziazione continua non sono consentiti
- 09:10 → 17:30 : Negoziazione continua
- 17:30 → 17:40 : Processo di formazione del prezzo di chiusura di Equiduct. La negoziazione continua termina alla 17:30 tuttavia l'inserimento, la modifica o la cancellazione degli ordini è consentita fino all'avvio del periodo di Congelamento della Chiusura alle 17:34:30

Per ulteriori chiarimenti sugli orari e fasi di mercato consultare il link: <http://www.equiduct.com/home/downloads.asp>, sotto la voce Market Configuration.

### **Quali sono le caratteristiche specifiche del mercato Equiduct?**

#### *Ultimo prezzo – Last price*

Equiduct utilizza un metodo unico ed innovativo per rappresentare il last price. Equiduct considera tutte le transazioni eseguite su tutti i mercati in un dato secondo, le aggrega e forma un prezzo che corrisponde alla media aritmetica dei vari prezzi di eseguito

Ad esempio, se all'interno dello stesso secondo:

- 100 azioni vengono eseguite su Chi-X a 10.20 €
- 200 azioni vengono eseguite su Bats a 10.10 €
- 150 azioni vengono eseguite sulla borsa ufficiale a 10.25 €

Quindi, il last price di Equiduct sarà 450 azioni eseguite a 10.172 €

Se all'interno dello stesso secondo si verifica un eseguito su Equiduct, tale transazione non verrà aggregata e verrà mostrata separatamente.

#### *Controvalore massimo*

Equiduct è un mercato regolamentato creato principalmente per fornire la Best Execution dinamica alla clientela retail, la quale generalmente invia al mercato ordini di controvalore più contenuto rispetto a quella istituzionale. Equiduct è un mercato adatto al trading ed all'investimento retail e meno indicato per l'operatività istituzionale di grandi controvalori.

I market makers che forniscono la liquidità al mercato Equiduct riescono a gestire anche ordini con controvalori relativamente elevati purchè inviati al mercato in più *tranche*.

Il mercato garantisce la Best Execution dinamica fino ad un controvalore prestabilito comunicato e disponibile ex ante presso gli intermediari; il controvalore massimo è determinato dal Market Maker ed è calcolato in base alla liquidità del titolo ed alla sua volatilità. I titoli liquidi avranno controvalori massimi più elevati rispetto a quelli dei titoli meno liquidi (small cap).

Generalmente, tale controvalore massimo varia da un minimo di 25,000 € ad un massimo di 150,000 € ed è tale da non impattare o limitare in modo sostanziale l'operatività della clientela retail.

#### Book "incrociato"

Poiché il book di Equiduct dipende dalle quotazioni di molteplici mercati, raramente si potrebbe verificare una temporanea situazione di denaro-lettera "incrociato" nella quale il prezzo in denaro (per esempio proposto da Chi-X) sia maggiore del prezzo in lettera (per esempio proposto dalla borsa ufficiale). Questo evento, sporadico e di breve periodo, non dipende da Equiduct, non corrisponde ad un malfunzionamento del mercato e non consente una possibilità effettiva di arbitraggio.

Se un Cliente decidesse di negoziare su Equiduct in presenza di un book incrociato, il mercato si comporterà in maniera differente solo se il VBBO è anch'esso incrociato.

Ad esempio, supponiamo che il book consolidato di Equiduct sia incrociato:

Equiduct			
quantita'	denaro	lettera	quantita'
750	10.6	10.5	350
300	10.2	10.8	500
750	10.0	11.0	600
400	9.8	11.1	350
		11.5	450

Scenario 1) Acquisto di 1,000 azioni senza limite di prezzo:

Il VBBO per 1,000 azioni è:

$$\text{VBB (denaro)} = (750 * 10.60 \text{ €} + 250 * 10.20 \text{ €}) / 1,000 = 10.50 \text{ €}$$

$$\text{VBO (lettera)} = (350 * 10.50 \text{ €} + 500 * 10.80 \text{ €} + 150 * 11.00 \text{ €}) / 1,000 = 10.725 \text{ €}$$

Quindi lo spread del mercato (primo livello) è incrociato e pari a  $750 \times 10.60 \text{ €}$  in denaro e  $10.50 \text{ €} \times 350$  in lettera, ma lo spread del VBBO per la quantità dell'ordine è NON incrociato ed è pari a  $1,000 \times 10.50 \text{ €}$  in denaro e  $10.725 \text{ €} \times 1,000$  in lettera.

Se il VBBO per la quantità richiesta dal Cliente NON è incrociato, Equiduct esegue l'ordine normalmente. In questo caso, il Cliente ottiene l'eseguito di 1,000 azioni a 10.725 €.

Scenario 2) Acquisto di 500 azioni senza limite di prezzo:

il VBBO per 500 azioni è:

$$\text{VBB (denaro)} = (500 * 10.60 \text{ €}) / 500 = 10.60 \text{ €}$$

$$\text{VBO (lettera)} = (350 * 10.50 \text{ €} + 150 * 10.80 \text{ €}) / 500 = 10.59 \text{ €}$$

Quindi lo spread del mercato (primo livello) è incrociato e pari a  $750 \times 10.60 \text{ €}$  in denaro e  $10.50 \text{ €} \times 350$  in lettera e lo spread del VBBO è anch'esso incrociato, cioè pari a  $500 \times 10.60 \text{ €}$  in denaro e  $10.59 \text{ €} \times 500$  in lettera.

Se il VBBO per la quantità richiesta dal cliente è incrociato l'ordine potrà comunque essere eseguito dopo alcuni istanti o in alcuni casi potrà essere rifiutato.

Per ulteriori informazioni consultare il link: <http://www.equiduct.com/home/downloads.asp>, sotto la voce Market Model