



## Prof. Harald Hau

Harald Hau ist Swiss Finance Institute-Professor für Finance an der Universität Genf und erwarb seinen Dokortitel in Finance an der Princeton University. Bevor er zur Fakultät in Genf wechselte, war er Fakultätsmitglied der Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales (ESSEC) und der Management-Hochschule INSEAD in Frankreich. Seine Forschungsschwerpunkte liegen auf den Gebieten Internationales Finanzwesen und Finanzstabilität.

## Diskriminierende Preisgestaltung bei OTC-Derivaten

2009 beschlossen die Regierungen der G20-Staaten, dass zur Verbesserung der Marktliquidität und zur Minderung der finanziellen Instabilität alle ausserbörslich gehandelten standardisierten OTC-Derivate über elektronische Plattformen zentral abgerechnet und gehandelt werden sollten. Diese Reform bezog sich auch auf den grössten Finanzmarkt: den weltweiten Devisenmarkt. Im April 2016 belief sich der tägliche globale OTC-Devisenumsatz auf USD 5.1 Bio.<sup>1</sup> Im Vergleich dazu betrug der tägliche Umsatz an der New York Stock Exchange über denselben Zeitraum USD 42 Mio.<sup>2</sup>

SFI-Professor Harald Hau erklärte im Forschungspapier *"Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives"* (Diskriminierende Preisgestaltung von OTC-Derivaten) zusammen mit Dr. Peter Hoffmann und Sam Langfield, Europäische Zentralbank, sowie Yannick Timmer, Trinity College Dublin, den Preisgestaltungsmechanismus auf dem Devisen-Derivatmarkt. Ihre Forschung zeigt auf, wie elektronische Request-for-Quote- bzw. RFQ-Multi-Dealer-Handelsplattformen den OTC-Devisenmarkt umgestalten, KMU's begünstigen sowie die gesamte Marktstabilität verbessern.

### Wie wird der OTC-Devisenmarkt derzeit betrieben?

Aktuell besteht auf dem OTC-Devisenmarkt für Dealer-Banken keine Verpflichtung, Angebote und Transaktionspreise öffentlich bekannt zu machen. Dies ermöglicht es den Dealer-Banken, verschiedenen Nichtfinanzkunden gleiche Finanzdienstleistungen zu unterschiedlichen Preisen anzubieten. Um zu verstehen, wie dieser intransparente Markt funktioniert und wie die Preisfestsetzung erfolgt, analysierten die Forschenden mehr als eine halbe Million Trades, die zwischen 2016 und 2017 im Währungspaar EUR/USD gehandelt wurden. Dabei hat sich gezeigt, dass versierten Nichtfinanzkunden (25 Prozent) Spreads von 2,5 Pips oder weniger über dem Mittelkurs des Marktes in Rechnung gestellt wurden, während weniger versierten Nichtfinanzkunden (25 Prozent) 30 Pips oder mehr verrechnet wurden – offenbar legen Dealer-Banken die fehlende Markttransparenz zu ihrem Vorteil aus und monetarisieren ihren Wissensvorsprung zum Nachteil einiger Kunden. Ferner werden Nichtfinanzkunden teilweise höhere Spreads verrechnet, wenn sie Geschäfte über ihre Hausbank abwickeln, während andere

Nichtfinanzkunden, aus geschäftspolitischen Gründen mit Rabatten belohnt werden. Abschliessend ist anzumerken, dass das Kreditrisiko trotz der fehlenden zentralen Abrechnung am Devisen-Derivatmarkt nicht bepreist wird.

### Wo liegt die Zukunft des OTC-Devisenmarkts?

Die erforderliche Technologie zur Erfüllung der Ziele, wie von den G20-Regierungen vorgegeben, steht in Form von elektronischen RFQ-Plattformen bereits zur Verfügung. Auf solchen Plattformen platzieren Nichtfinanzkunden ihre Anfragen und die Dealer-Banken konkurrieren dann untereinander um den besten Preis. Die für die Studie herangezogenen Daten weisen allerdings darauf hin, dass sich der Einsatz von RFQ-Plattformen noch nicht etabliert hat – lediglich zwölf Prozent aller Kunden machen Gebrauch davon, obwohl damit gerade für die preislich schlechter gestellten Nichtfinanzkunden eine deutliche Verbesserung hinsichtlich der Konditionengestaltung verbunden wäre. Zum einen entfällt der ungerechtfertigte Spread-Aufschlag für weniger versierte Nichtfinanzkunden praktisch gänzlich und zum anderen unterstützt der Handel über Multi-Dealer-RFQ-Plattformen Nichtfinanzkunden dabei, die Marktmacht der Dealer-Banken in Fällen asymmetrischer Devisenpreisanpassungen zu minimieren und damit die diskriminierende Preisgestaltung zu erschweren.

### Welche Folgen hat dies für Nichtfinanzkunden insgesamt?

In den letzten Jahren verzeichnen RFQ-Plattformen für OTC-Devisengeschäfte eine zunehmende Akzeptanz, reduzieren sie doch Suchkosten und Wettbewerbsnachteile auf der Kundenseite aufgrund der fehlenden Transparenz. Sie fördern zudem den Wettbewerb unter den Anbietern und eröffnen Unternehmen, darunter vor allem KMU's, den Zugang zu massgeschneiderten Finanzprodukten. Entsprechende Plattformen ermöglichen es Nichtfinanzkunden überdies, ihren Cashflow im Rahmen internationaler Geschäfte zu niedrigeren Kosten besser abzusichern. Insgesamt sorgt der Handel über RFQ-Plattformen damit für eine verbesserte Ausführungsqualität, erhöht die Attraktivität der Absicherung von Fremdwährungsrisiken und trägt zu einer Minderung des finanziellen Risikos im Realsektor bei.

<sup>1</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016) „3-jährliche Zentralbankerhebung – Devisenumsatz“.

<sup>2</sup> <https://bit.ly/2Lx1VZ>



**David Mellor**

David Mellor arbeitet im Bereich Global Market Development bei Thomson Reuters im Transactions-Geschäft. Er kam 2012 zu Thomson Reuters im Rahmen der Akquisition von FXall.

## Preisanfrage auf elektronischen Multi-Dealer-Plattformen eliminiert diskriminierende Preisbildung

In der Forschungsarbeit *"Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives"* von SFI Prof. Harald Hau, Dr. Peter Hoffmann, Sam Langfield, und Yannick Timmer wird die Ansicht von Thomson Reuters bestätigt, dass Multi-Dealer-Plattformen für alle Arten von Kunden – unabhängig von deren Erfahrung – die beste Möglichkeit für den Handel mit Devisen darstellt, da eine diskriminierende Preisbildung durch den Preiswettbewerb zwischen den Anbietern faktisch ausgeschlossen wird.

Thomson Reuters war für den Devisenmarkt während seiner gesamten Entwicklung ein wichtiger Partner. Die Entwicklung vollzog sich vom Telefonhandel über Einzelbank- bis hin zu RFQ-Plattformen. Heute kommen darüber hinaus auch ausgeklügeltere Ausführungsmethoden zur Anwendung. Durch diesen Zeitraum zieht sich ein roter Faden: Jede neue Entwicklung hat es dem Endnutzer zunehmend einfacher gemacht, in einem Wettbewerbsumfeld zu handeln, und das bei besseren Preisen. Der Handel auf RFQ-Plattformen verzeichnet ein rasantes Wachstum, da sich die im Devisenhandel tätigen Akteure zunehmend bewusst werden, welche Vorteile der strukturierte, einheitliche Handel mit allen bestehenden Anbietern mit sich bringt.

Neben den in der Forschungsarbeit von SFI Prof. Harald Hau et al. dargelegten Vorteilen durch die wettbewerbsfähigen Preise, die der Handel auf einer Multi-Dealer-Plattform bietet, können über RFQ-Plattformen handelnde Kunden in vielen Bereichen des Arbeitsablaufs bei der Ausführung deutliche Effizienzsteigerungen erreichen. Schlüsselfunktionen wie die regulatorische Berichterstattung, Transaktionskostenanalyse und Straight-Through-Processing können von einem einzelnen Anbieter entlang einer Handelsplattform ausgeführt werden. Durch diese Verbindung von Arbeitsabläufen vor, während und nach den Handelsgeschäften reduziert sich sowohl die Zahl der Partner, mit denen man zusammenarbeiten muss, als auch das Risiko. Dadurch wiederum erhöhen sich die Effektivität und Produktivität. Einige RFQ-Plattformen bieten sogar eine nahtlose Ausführung für mehrere Produkte sowohl in regulierten als auch unregulierten Liquiditätspools. Das erleichtert den Benutzern die Einhaltung neuer für Derivate geltender Gesetze (wie beispielsweise FinfraG, MiFID II und Dodd-Frank).

Komplexe Ordermanagementfunktionen wie Netting und Transaktionsallokationen lassen sich ferner auch automatisieren, so dass sich die Händler auf wertvollere Tätigkeiten konzentrieren können.

Händler sollten nach RFQ-Plattformen suchen, bei denen die Arbeitsabläufe transparent sind, damit sie den Prozess, wie Transaktionen zustande kommen, vollumfänglich verstehen. Unabhängige RFQ-Plattformen, die neutral sind und in keinem Konflikt stehen, bieten Händlern weitere Vorteile. Da diese vertrauenswürdigen Plattformen keine Positionen beziehen, keine Market-Making-Tätigkeiten ausführen und keine Ausrichtung hinsichtlich der Richtung von Währungsschwankungen besteht, können die Händler ihre Transaktionen in dem Bewusstsein, dass die durch den Handel gewonnenen Informationen keinesfalls gegen ihre Interessen verwendet werden, vertrauensvoll ausführen.

Eine der letzten noch bestehenden Hürden, die die Kunden davon abhält, sich für eine RFQ-Plattform zu entscheiden, sehen wir in der Befürchtung, dass sich ihre Beziehung zu den Anbieterbanken ändern könnte. Es ist wichtig zu erkennen, dass die Umsetzung einer RFQ-Lösung nicht das Ende der traditionellen Beziehung zwischen der Sell-Side und der Buy-Side bedeutet. Die RFQ-Plattform stellt lediglich eine Erweiterung des Bankvertriebs dar. RFQ-Plattformen und Banken haben sich zusammengeschlossen, um den Buy-Side-Akteuren diese Lösung von Anfang an anbieten zu können.

