



## Prof. Harald Hau

Harald Hau è un professore di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università di Ginevra. È altresì titolare di un dottorato in Finanza dell'Università di Princeton. Prima di entrare a far parte dell'Università di Ginevra è stato membro dell'ESSEC e dell'INSEAD.

I suoi interessi riguardano le aree della finanza internazionale e della stabilità finanziaria.

## Prezzi discriminatori dei derivati over-the-counter

Nel 2009 i governi del G20 hanno deciso che per migliorare la liquidità del mercato e ridurre l'instabilità finanziaria, tutti i contratti derivati over-the-counter (OTC) avrebbero dovuto essere compensati centralmente e negoziati su piattaforme elettroniche. Questa riforma ha incluso anche il più grande mercato finanziario: il mercato valutario mondiale. Nell'aprile del 2016 le contrattazioni giornalieri in cambi OTC a livello globale erano pari a 5100 miliardi di dollari USA.<sup>1</sup> A titolo di confronto, il volume di negoziazioni giornaliero della borsa di New York era pari a 42 miliardi di dollari nello stesso periodo.<sup>2</sup>

Il professore SFI Harald Hau, insieme a Dr. Peter Hoffmann e Sam Langfield, Banca centrale europea, e Yannick Timmer, Trinity College di Dublino, hanno fatto luce sui meccanismi di pricing in atto nel mercato dei derivati su valute nel loro studio *"Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives"* (Pricing discriminatorio dei derivati over-the-counter). La loro ricerca mostra come le piattaforme di trading elettroniche multi-dealer request-for-quote (RFQ) cambieranno la fisionomia del mercato valutario OTC, favoriranno le PMI e miglioreranno la stabilità del mercato nel suo complesso.

### Come funziona attualmente il mercato valutario OTC?

Nell'attuale mercato valutario OTC non vi è alcun obbligo per le banche dealer di comunicare al pubblico le quotazioni e i prezzi delle transazioni. Ciò consente a tali banche di offrire servizi finanziari identici a prezzi diversi a clienti differenti. Per comprendere come funziona questo mercato opaco e come vengono fissati i prezzi, i ricercatori hanno utilizzato dati che coprono più di mezzo milione di operazioni eseguite tra il 2016 e il 2017 nella coppia di valute EUR/USD. In primo luogo, hanno rilevato che alla maggior parte dei clienti non finanziari più sofisticati (25%) vengono addebitati spread di 2,5 pip o meno, rispetto al mid-price del mercato, mentre ai clienti non finanziari meno sofisticati (25%) vengono addebitati spread di 30 pip o più. In secondo luogo, le banche dealer sfruttano la generale mancanza di trasparenza nel mercato ottenendo rendite informative. In terzo luogo, vi sono relazioni cliente-dealer in gioco. I clienti non finanziari pagano spread più elevati quando negoziano con le rispettive banche dealer e i clienti non finanziari che sono

importanti per le banche dealer ricevono sconti. Infine, nonostante l'assenza di una compensazione accentrata nel mercato dei derivati su valute, il rischio di credito non è valutato.

### Qual è il futuro del mercato dei cambi OTC?

La tecnologia necessaria per conseguire gli obiettivi dei governi del G20 è disponibile sotto forma di piattaforme RFQ. Su tali piattaforme, i clienti non finanziari immettono le loro richieste e le banche dealer competono tra loro per fornire il prezzo migliore. I dati utilizzati per lo studio rivelano che l'impiego delle piattaforme RFQ non è ancora molto diffuso, in quanto solo il 12% di tutti i clienti utilizza piattaforme RFQ, ma che tale tecnologia consente ai clienti non finanziari meno sofisticati di beneficiare delle stesse condizioni finanziarie di quelli più sofisticati. In primo luogo, lo spread discriminatorio aggiuntivo per i clienti non finanziari meno sofisticati si riduce quasi a zero nelle piattaforme RFQ. Questo risultato è osservato nonostante il fatto che le banche dealer restino a conoscenza dell'identità dei loro clienti non finanziari. In secondo luogo, le negoziazioni sulle piattaforme RFQ multi-dealer consentono ai clienti non finanziari di ridurre il potere di mercato delle banche dealer nei casi di adeguamenti asimmetrici delle quotazioni valutarie ed eliminano il pricing discriminatorio.

### Quali sono le conseguenze generali per i clienti non finanziari?

Negli anni scorsi le piattaforme RFQ per operazioni in cambi OTC si sono diffuse sempre di più. Questo trend riduce i costi di ricerca e le frizioni dovute all'opacità, dà luogo a una competizione sui prezzi e consente alle imprese, essenzialmente PMI, di trovare prodotti finanziari su misura. Tali piattaforme consentono ai clienti non finanziari di coprire meglio il loro cash flow relativo ad attività internazionali e a un costo finanziario più basso. Nel complesso, le negoziazioni sulle piattaforme RFQ forniscono una migliore qualità di esecuzione per queste imprese. Ciò accresce notevolmente l'attrattiva della copertura del rischio di cambio e contribuisce a una riduzione del rischio finanziario nell'economia reale.

<sup>1</sup> Bank for International Settlements (2016) "Triennial Central Bank Survey—Foreign exchange turnover".  
<sup>2</sup> <https://bit.ly/2JLxIVZ>





## David Mellor

David Mellor lavora nel ruolo di Global Market Development nel settore delle transazioni di Thomson Reuters. È entrato in Thomson Reuters come parte della loro acquisizione di FXall nel 2012.

## Le piattaforme RFQ multi-dealer eliminano il pricing discriminatorio

Lo studio "*Pricing discriminatorio dei derivati over-the-counter a cura*" del Prof. Harald Hau dell'SFI, del Dr. Peter Hoffmann, del Sam Langfield, e del Yannick Timmer, conferma la visione di Thomson Reuters secondo cui la negoziazione di valute su una piattaforma multibank è la soluzione ottimale di esecuzione degli ordini per tutte le tipologie di clienti, indipendentemente dal loro livello di sofisticatezza, in quanto la competizione sui prezzi tra fornitori elimina efficacemente il pricing discriminatorio.

Thomson Reuters è stata un partner essenziale per il mercato valutario durante tutta la sua evoluzione. Tale evoluzione va dalle contrattazioni telefoniche tramite piattaforme single-bank, alle piattaforme RFQ, e adesso integra l'utilizzo di modalità di esecuzione più sofisticate. Il filo conduttore di questa cronologia è che ogni sviluppo ha reso sempre più semplice per l'utente finale negoziare in un contesto di concorrenza e ottenere prezzi migliori. Le contrattazioni su piattaforme RFQ hanno registrato una crescita eccezionale, in quanto la comunità degli operatori valutari diventa via via più consapevole dei vantaggi di negoziare con tutti i propri fornitori esistenti in modo strutturato e coerente.

In aggiunta ai vantaggi in termini di pricing competitivo del trading su una piattaforma multibank dimostrati nello studio del Prof. Harald Hau et al., i clienti che operano su una piattaforma RFQ ottengono anche notevoli efficienze in numerose aree del flusso di esecuzione. Funzioni essenziali come il reporting regolamentare, l'analisi dei costi di transazione e il trattamento interamente automatizzato possono essere tutte fornite da un singolo operatore insieme a una piattaforma di trading. Questo legame tra il flusso pre-trade e quello post-trade riduce il numero di soggetti con cui si deve operare e ridimensiona il rischio. Ciò migliora l'efficienza e accresce la produttività. Alcune piattaforme RFQ offrono persino un'esecuzione integrata per molteplici prodotti su pool di liquidità regolamentati e non regolamentati, consentendo agli utenti di conformarsi agevolmente alla nuova legislazione sui derivati (come FinfraG, MiFID II e Dodd-Frank). Le funzioni complesse di gestione degli ordini, come la compensazione e le allocazioni delle transazioni possono essere automatizzate,

permettendo ai trader di focalizzarsi su attività a più alto valore aggiunto.

I trader dovrebbero ricercare piattaforme RFQ che offrono trasparenza sulle loro procedure operative, in modo da poter comprendere appieno il processo di formazione delle transazioni. Le piattaforme RFQ indipendenti, neutrali e non soggette a conflitti d'interessi, offrono vantaggi aggiuntivi per i trader. Il fatto di non assumere posizioni, di non fare market making o di non avere preferenze riguardo alla direzione dei movimenti valutari, fa sì che su queste piattaforme i trader possano eseguire le operazioni con fiducia, sapendo che le informazioni sulle loro transazioni non saranno utilizzate in alcun modo contro i loro interessi.

Uno dei pochi ostacoli rimanenti che osserviamo nella decisione dei clienti di adottare una piattaforma RFQ è l'apprensione circa la possibilità che la loro relazione con la banca provider cambi. È essenziale riconoscere che l'attuazione di una soluzione multibank non segna la fine della tradizionale relazione tra sell-side e buy-side. La piattaforma RFQ è semplicemente un'estensione della distribuzione bancaria. Le piattaforme RFQ e le banche hanno collaborato sin dall'inizio per fornire questa soluzione alla comunità buy-side.

