

Le operazioni "fuori bilancio" e l'innovazione finanziaria nel settore bancario

1. Significato dell'espressione "fuori bilancio"

Negli ultimi anni le operazioni fuori bilancio delle banche sono cresciute rapidamente. Il termine "fuori" in tale espressione sta ad indicare che si tratta di attività che comportano "impegni" (*contingent commitments*) o contratti che generano reddito per la banca, ma di regola non rientrano fra le attività o passività in base alle convenzionali procedure contabili. Gli "impegni" possono essere registrati nei conti di una banca come "note al bilancio", "sotto la linea", o, in alcuni casi, non comparire affatto. Quindi l'attività bancaria fuori bilancio viene anche definita come "attività sotto la linea", "impegni contingenti", "attività bancaria senza movimento di danaro" o "operazioni invisibili".¹

Tali attività sono praticate da lungo tempo dalle banche. Ad esempio, le operazioni in cambiali bancarie (*bank bills*) erano il centro del sistema finanziario britannico nel XIX secolo. Le accettazioni bancarie costituivano uno dei principali strumenti del mercato monetario USA negli anni venti. Da lungo tempo le banche cercano di procurarsi reddito con servizi quali la custodia di titoli e operazioni relative a fondi di investimento e di tipo fiduciario. La novità consiste nell'espansione delle voci non tradizionali e nella varietà dei nuovi strumenti che ha accompagnato la riscoperta dei vecchi. La tabella 1 elenca alcune posizioni fuori bilancio di banche USA nel periodo 1980/87. Rispetto al 1980, le lettere di credito *standby*

¹ GIDDY (1986) ha introdotto l'espressione "operazione bancaria priva di attivo"; KARJEN (1987) preferisce quella di "operazione bancaria con impegni contingenti", mentre GARDENER (1986) parla di "attività bancaria invisibile". Attività bancaria "al di sotto della linea" è l'espressione usata da WOLKOWITZ e altri (1979).

TABELLA 1

PROSPETTO DELLE PRINCIPALI ATTIVITÀ FUORI BILANCIO
DELLE BANCHE USA, 1980-87 (miliardi di \$)

| Anno | Capitale | Impegni | Lettere di credito "standby" | Lettere di credito commerciale | Impegni in valuta in essere | "Swaps" di tassi di int. in essere |
|------|----------|---------|------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|
| 1980 | 108 | nd | 47 | 20 | 177 | nd |
| 1981 | 118 | nd | 72 | 20 | 189 | nd |
| 1982 | 129 | nd | 100 | 17 | 215 | nd |
| 1983 | 141 | 432 | 120 | 30 | 464 | nd |
| 1984 | 154 | 496 | 146 | 30 | 584 | nd |
| 1985 | 170 | 531 | 175 | 29 | 735 | 186 |
| 1986 | 183 | 572 | 170 | 28 | 893 | 367 |
| 1987 | 187 | 574 | 167 | 31 | 1241 | 451 |

Fonte: informazioni fornite all'autore da J. Chessen, della Federal Deposit Insurance Corporation.

sono aumentate di oltre 3,5 volte, mentre le posizioni in valuta sono aumentate di circa sette volte. Rispetto ai livelli pressoché insignificanti del 1981, nel 1987 gli *swaps* di tassi di interesse avevano superato i \$ 451 miliardi e gli *swaps* di valute erano stimati a circa \$ 200 miliardi.

Per spiegare una tale crescita sono state avanzate molte ipotesi, fra cui tre in particolare.² L'ipotesi della tassazione implicita nei vincoli normativi (*regulatory tax hypothesis*) considera l'attività bancaria fuori bilancio un mezzo per evitare le cosiddette *regulatory taxes*, cioè le riserve obbligatorie e i versamenti previsti dai sistemi di assicurazione dei depositi, che vengono applicate allorché le operazioni sono riportate in bilancio. L'ipotesi del *moral hazard* ritiene che le banche abbiano aumentato, mediante nuove operazioni, la loro attività e i rischi rispetto al capitale, nella consapevolezza che i clienti sono protetti con forme assicurative esplicite o implicite dai vari enti ufficiali di controllo. Un'espressione

² Queste ipotesi sono esaminate da CHESSEN (1987), JAMES (1987) e PAVEL and PHILLIS (1987).

estrema di tale teoria si è avuta nell'osservazione dell'*Economist*, secondo cui «le banche si limitano ad intascare le commissioni dimenticando il rischio». I clienti delle banche possono invece farsi una diversa idea della protezione loro offerta, e preferire — è questa l'ipotesi dei fallimenti bancari (*bank failure hypothesis*) — acquistare titoli assistiti da garanzia bancaria, piuttosto che disporre di depositi non assicurati, perché, in caso di fallimento della banca, hanno pur sempre un diritto di credito diretto nei confronti del debitore.

Queste ipotesi spiegano solo in parte il fenomeno, e non vi è dubbio che la forte diffusione delle operazioni fuori bilancio ha coinciso con le difficoltà delle grosse banche dei grandi centri finanziari (*money-centre banks*) USA e con il loro passaggio dall'obiettivo strategico della crescita dell'attivo caratteristico degli anni settanta a quello della ricerca di attività produttrici di reddito degli anni ottanta. Fra le banche USA, alle grandi banche è attribuibile il 75% delle lettere di credito *standby*, il 61% degli impegni di credito e il 97% delle operazioni in valuta. A livello mondiale, le banche USA trattano l'83% delle operazioni *swaps*, l'86% delle NIFs (*note issuance facilities* = facilitazioni in appoggio all'emissione di certificati di credito bancari) e distribuiscono il 67% dello *eurocommercial paper* (carta commerciale a breve collocata sul mercato eurovalutario).⁴

Nondimeno, alcuni fattori generali sembrano indicare che anche le banche di altri paesi sono fortemente coinvolte in tale processo. Ad esempio, il valore lordo delle attività fuori bilancio delle banche australiane ammonta a tre volte i loro totali di bilancio (Brady, 1987). La crescita dell'attività bancaria fuori bilancio deve essere vista nel più ampio contesto delle innovazioni nelle tecniche finanziarie; i fattori rilevanti identificati nella sezione 4 sono le mutate condizioni sui mercati bancari, le variazioni dell'ambiente, la possibilità di effettuare operazioni di arbitraggio sul mercato dei capitali e l'impatto delle nuove tecnologie in campo finanziario. Nella sezione che segue esamineremo dapprima la natura dell'attività fuori bilancio, per poi procedere a un confronto, nella sezione 3, con le operazioni bancarie tradizionali.

³ *The Economist*, 18 dicembre 1987, p. 92.

⁴ *Euro money*, "Annual Financial Report", marzo 1987.

2. Tipi di attività fuori bilancio

La discussione sulle attività fuori bilancio si è incentrata per la maggior parte su quegli accordi, formali o informali, che danno luogo a impegni della banca, con conseguenti rischi per la situazione di bilancio o di portafoglio. Tali attività sono elencate sul lato sinistro della tabella 2. Se poi con l'espressione "fuori bilancio" si intendono le attività produttrici di reddito che non figurano nel bilancio dell'istituto bancario, si può far rientrare in tale voce una gamma molto maggiore di attività. Alcune di esse sono elencate sul lato destro della tabella 2.

Gran parte delle attività del secondo tipo sono un ampliamento del rapporto esistente fra il cliente e la banca e consentono a quest'ultima di realizzare "economie di integrazione orizzontale" dall'attività convenzionale. La rete delle filiali e le infrastrutture possono essere utilizzate per transazioni diverse da quelle tradizionali. Stanze di compensazione automatizzate create per il regolamento dei conti interbancari possono essere aperte ai terzi, permettendo ad esempio alle società clienti di fornire su nastro magnetico le istruzioni per l'accreditamento diretto dei salari. Procedure automatizzate possono essere usate per creare sistemi di gestione della liquidità in favore dei clienti. L'esperienza delle banche nella gestione di portafoglio può essere messa al servizio dei clienti fornendo loro consulenza nella scelta degli investimenti. Le conoscenze che una banca si è venuta formando sull'attività di un'impresa possono rivelarsi di grande utilità allorché si voglia procedere all'acquisto dell'impresa o a una sua fusione con altre società.

Quando svolgono alcune attività per le quali percepiscono una commissione, si suole dire che le banche agiscono come enti erogatori di servizi non bancari. Ma ciò significa avere un'ottica ristretta dell'attività bancaria. La richiesta di servizi bancari da parte dei clienti non si limita alle tradizionali facilitazioni di pagamento, alle operazioni di deposito e di prestito che le banche consentono. I clienti desiderano anche accumulare ricchezze e ottenere garanzie (o "assicurazioni") contro il rischio di perdite finanziarie; per ottenere questi servizi "non bancari", essi affrontano disagi e spese di viaggio, nonché costi in termini di tempo impiegato per la ricerca della controparte e per acquisire informazioni per accertare la natura delle disposizioni contrattuali e verificare l'affidabilità dei forn-

TABELLA 2

PROSPETTO DELLE ATTIVITÀ FUORI BILANCIO

"CONTINGENT CLAIMS" (Impegni, garanzie e altre operazioni assimilabili)

SERVIZI FINANZIARI

Impegni

Scoperti di conto
Linee di credito
Linee di credito a sostegno dell'emissione di carta commerciale
Linee di credito "standby"
Linee di credito rotativo
Accordi reciproci di deposito
Accordi di riacquisto
NIFs ("Note Issuance Facilities", facilitazioni in appoggio all'emissione di "notes")

Servizi collegati a prestiti

Avvio del prestito
Servizio del prestito
Trasferimento del prestito
Vendita di attività senza diritto di rivalsa
Vendita di partecipazioni a prestiti
Attività di agente per prestiti consorziali

Servizi fiduciari e di consulenza

Gestioni di portafoglio
Servizi di consulenza agli investimenti
Assistenza in operazioni di fusione e di acquisizione
Pianificazione fiscale e finanziaria
Gestioni fiduciarie e di proprietà immobiliari
Gestioni di schemi pensionistici
Operazioni fiduciarie relative a fondi d'investimento, schemi pensionistici e obbligazioni
Conservazione materiale di titoli
Servizi finanziari *off-shore*

Garanzie

Accettazioni
Vendita di attività con diritto di rivalsa
Lettere di credito "standby"
Lettere di credito documentario o commerciale
Warranties e Indemnities
Garanzie per avallo
Sostegno finanziario ad affiliate o sussidiarie

Servizi di brokeraggio/di agenzia

Attività di brokeraggio in azioni e obbligazioni
Attività di brokeraggio relative a fondi comuni d'investimento (aperti)
Attività di brokeraggio nel settore assicurativo in generale
Attività di brokeraggio nel settore delle assicurazioni sulla vita
Attività di agente immobiliare
Attività di agente di viaggio

"Swaps" e operazioni di copertura

Contratti a termine sui tassi di cambio
"Swaps" di valute
Contratti a termine in valuta
Opzioni in valute
Swaps di valute incrociate
Swaps sui tassi d'interesse
Swaps di tassi d'interesse a valute incrociate
Opzioni in tassi d'interesse
Caps, floors e collars in tassi d'interesse

Servizi di pagamento

Elaborazione di dati
Collegamenti in rete
Servizi di camera di compensazione
Carte di credito/debito
Sistemi di pagamento elettronico ai punti vendita
Home banking (servizi bancari automatizzati a domicilio del cliente)
Sistemi di gestione dei flussi di cassa aziendali

Attività di banca d'investimento

Collocamento e garanzia di titoli
Attività di intermediazione/distribuzione di titoli
Transazioni in oro e prodotti primari
Attività di "market-making" in titoli

Servizi "export/import"

Servizi di banca corrispondente
Consulenza commerciale
Servizi di assicurazione delle esportazioni
Scambi *countertrade*

tori dei servizi. Le banche hanno quindi la possibilità di agire quali "intermediari di mercato" per i loro clienti: riducono i costi di accesso a determinate operazioni in quanto offrono tutta una gamma di servizi sotto uno stesso tetto e, servendosi della loro consolidata reputazione, sovrintendono quali agenti altri fornitori di servizi finanziari, facendo così diminuire i costi di ricerca della controparte e di raccolta delle informazioni dei clienti.

Da quanto sopra emerge come la reputazione e l'affidabilità di una banca siano in gioco allorché essa fornisce tali servizi fuori bilancio dai quali ricava una commissione; l'impatto di ciò sulle classiche operazioni bancarie che figurano in bilancio può essere notevole. Le banche devono affrontare rischi operativi o commerciali nella valutazione di tali attività, oltre a possibili accuse di negligenza o infrazione di obblighi fiduciari. Tali operazioni non sono certo esenti da rischi, e, come nota Giddy (1986), mentre le transazioni che creano "contingent liabilities" possono, quanto meno in linea di principio, essere coperte sui mercati, è meno facile assicurarsi contro i rischi di tipo imprenditoriale, i danni alla reputazione e gli addebiti per negligenza.

Le voci fuori bilancio che danno luogo direttamente a *contingent claims* sono discusse secondo i quattro raggruppamenti della tabella 2. Le disposizioni vigenti in alcuni paesi (ad esempio negli USA) prevedono che alcuni *contingent claims* (ad esempio le accettazioni bancarie e le cessioni di attività con patto di riacquisto, o *repurchase agreements*) vengano iscritti in bilancio.

Impegni (commitments)

Si hanno quando una banca si impegna ad anticipare fondi o ad acquisire un'esposizione creditizia sotto forma di attività finanziaria a una qualche data futura. Alcuni impegni sono irrevocabili (linee di credito rinnovabili), vincolanti per la banca in qualsiasi circostanza, sebbene possa essere prefissata una data entro la quale si debba esercitare il diritto di opzione relativo alla possibilità di trarre. In altri casi la banca sarà chiamata a intervenire solo in via sussidiaria, quando le controparti si siano rifiutate di farlo (ad esempio, nel caso delle "NIFs"). Vi sono infine impegni meno vincolanti, che obbligano la banca a concedere una determinata facilitazione creditizia, ma le conferiscono anche il diritto di revocarla in deter-

minate circostanze (ad esempio, nel caso degli scoperti non utilizzati, o *overdrafts*).

Garanzie

Sotto questa intestazione sono raggruppate alcune delle più tradizionali esposizioni fuori bilancio. Si tratta di casi in cui la banca sottoscrive gli obblighi di un terzo e si fa garante del rischio. Apponendo il suo nome, la banca solleva le controparti dalla necessità di condurre un'accurata indagine per accertare se il cliente sia disposto e in grado di onorare i suoi obblighi contrattuali. Le garanzie possono essere suddivise in due gruppi, a seconda del fatto che gli obblighi garantiti siano finanziari o non finanziari (cioè collegati alla *performance*). Alcuni strumenti, come ad esempio le lettere di credito *standby*, "garantiscono" entrambi i tipi di obblighi. Le garanzie legate alla *performance* riguardano contratti di commercio internazionale o di *bid and performance* quali quelli dell'industria edilizia. Esse di solito tendono a garantire il buon nome di un cliente e la sua capacità di rispettare i termini di un particolare contratto, consentendogli di continuare le sue attività commerciali. Le garanzie finanziarie permettono a un cliente di ottenere fondi da terzi grazie alla solidità del nome della banca, che in sostanza quest'ultimo affitta dietro pagamento, come nel caso di prestiti garantiti e lettere di credito *standby* che garantiscono operazioni finanziarie quali prestiti, emissioni di obbligazioni municipali e di carta commerciale, e vendita di attività finanziarie con possibilità di rivalsa. Il fallimento del soggetto garantito può dar luogo a una perdita immediata o, come avviene più spesso, può rendere la banca titolare di diritti su attività e beni di vario tipo.

Operazioni swap e di copertura

Sotto questa voce rientrano soprattutto gli accordi sui tassi d'interesse e sui cambi, che di solito vincolano entrambe le parti, ma a volte comportano diritti esercitabili a discrezione di una delle due parti (ad esempio nel caso delle opzioni). Occorre distinguere fra i contratti trattati in borsa (*exchange traded*) e quelli "fuori borsa" (*over the counter* = OTC). Questi ultimi rappresentano pacchetti

appositamente studiati dalle banche per i loro clienti. Contratti *futures* sui cambi o sui tassi d'interesse vengono trattati in borsa. Invece altri strumenti a termine, quali i contratti *forward foreign exchange*, i *forward rate* e i *break forward*, gli *swaps* di tassi d'interesse e i *cross currency swaps*, i *caps*, i *floors* e i *collars* sui tassi d'interesse, sono tutti prodotti adattati alle esigenze del cliente. I contratti di opzione sui cambi e sui tassi d'interesse possono rientrare nell'una o nell'altra di queste due categorie. Ad eccezione degli *swaps* in valuta, di solito non è necessario uno scambio effettivo dell'importo complessivo indicato nel contratto. Nel caso in cui l'operazione non sia coperta, la banca è esposta ai movimenti nei tassi d'interesse o di cambio. Indipendentemente dal fatto che l'operazione non sia coperta (ad esempio, se concepita proprio al fine di creare una posizione aperta) o coperta (per chiudere una posizione aperta), la banca sarà vulnerabile sotto il profilo dell'affidabilità creditizia della controparte (la capacità di quest'ultima di onorare il contratto).

Attività di collocamento e garanzia di titoli (underwriting)

Un importante motivo di esposizione al rischio per le banche che operano al di fuori degli Stati Uniti è dato dalla loro partecipazione ad attività proprie delle banche d'investimento e delle *merchant banks* quali la realizzazione di fusioni e le emissioni di titoli relative ad acquisizioni di posizioni di controllo con ricorso al credito (*leveraged buyout*), come pure alla sottoscrizione di titoli, in particolar modo di euroobbligazioni. I principali organizzatori di collocamenti di euroobbligazioni sono le *securities houses* o "banche universali". Ma anche parecchie banche commerciali figurano fra le principali società capofila. Ingenti volumi di emissioni euroobbligazionarie sono oggetto di *swap* (il 26% nel primo semestre del 1987) e le banche spesso si assicurano l'attività di sottoscrizione proprio offrendo prezzi competitivi per quanto riguarda la componente *swap* della transazione.

Una delle attrattive degli euromercati è data dalla capacità delle banche commerciali (in particolar modo quelle USA e giapponesi) di agire anche come banche d'investimento, libere dalle demarcazioni che esistono sui mercati nazionali. Alle banche USA non è più vietata l'attività in titoli, nonostante le limitazioni del Glass-

Steagall Act. In effetti, grazie alla rete delle loro affiliate, esse sono in grado di sottoscrivere o distribuire l'80% delle emissioni di titoli nazionali, inclusa la carta commerciale. La sottoscrizione di obbligazioni societarie e di azioni è ancora proibita, e ciò vale anche per le filiali estere di banche USA. Ma disponendo di sussidiarie estere, le organizzazioni bancarie possono svolgere un'ampia gamma di attività finanziarie, e la maggior parte delle grandi banche USA si vale di *merchant banks* o di banche d'investimento con sede a Londra per sottoscrivere obbligazioni e azioni. Sovente queste sussidiarie organizzano sindacati di sottoscrizione sia di euroobbligazioni, sia di prestiti internazionali.

3. Un confronto con le operazioni bancarie tradizionali⁵

Le banche vengono descritte spesso come in antitesi con i mercati dei valori mobiliari per la fornitura di servizi finanziari, e spesso l'intermediazione bancaria e l'attività sul mercato dei capitali sono considerate alternative. Sotto molti aspetti ciò è indubbiamente vero. Come tutte le società, le banche devono la loro esistenza ai costi connessi alle transazioni dirette, ai costi dell'acquisto di servizi d'informazione e al conseguimento di economie di scala in particolari attività. Sotto questo profilo, l'intermediazione bancaria è colpita dagli sviluppi nella tecnologia dell'informazione che riducono i costi di transazione e d'informazione, mentre il suo ruolo è potenziato allorché emergono sul mercato preoccupazioni sotto il profilo del rischio e della liquidità. Ma per il resto è errato vedere una netta divisione fra l'attività bancaria e i mercati dei valori mobiliari; una commistione fra i due settori è evidente se si confronta l'attività fuori bilancio con la tradizionale intermediazione bancaria.

Quando ricorrono ai mercati dei valori mobiliari per finanziarsi, prestatori e prenditori incorrono in determinati costi d'informazione. Coloro che concedono il prestito debbono assicurarsi delle caratteristiche dei prenditori, vigilarne la *performance* e, a volte, escogitare soluzioni operative. I prenditori devono affrontare i costi

⁵ Questa sezione è fortemente ispirata al lavoro di LEWIS e DAVIS (1987).

per fornire le informazioni richieste dal prestatore e per sottoscrivere impegni che assicurino il rispetto del contratto.

I prestatori hanno anche rischi di credito ed esigenze di liquidità. Le attività a fronte di un'emissione azionaria possono risultare prive di valore o diminuire notevolmente in valore, mentre i debitori possono ritardare il pagamento o rivelarsi insolventi. Possono presentarsi occasioni di spesa ed esigenze di acquisto tali da indurre i prestatori a desiderare di vendere in tutto o in parte le attività in portafoglio. Di solito i prenditori non sono in grado di fornire la diversificazione del rischio richiesta dai prestatori, né di soddisfare le loro esigenze di liquidità.

Le banche e gli altri intermediari finanziari sono specializzati nell'ottenere e utilizzare informazioni sui rischi di credito. Esse acquisiscono informazione privilegiata perché in tal modo le società possono evitare di divulgare le informazioni sulla loro attività mediante dichiarazioni al mercato. In quanto fornitori di servizi relativi a transazioni, le banche accedono a fonti d'informazione che consentono loro di scegliere le migliori opportunità per la concessione di prestiti, e di sorvegliarne la *performance* a costi minori di quanto avverrebbe altrimenti, ad esempio se si rivolgessero a società specializzate nella valutazione del merito di credito dei prenditori di fondi sul mercato finanziario. Questi servizi d'informazione vengono forniti allorché i prestatori hanno crediti nei confronti degli intermediari finanziari e delegano loro le decisioni circa l'allocatione dei risparmi.

Le banche e gli altri intermediari finanziari offrono una flessibilità che gli altri mercati non forniscono. Sul mercato USA della carta commerciale, il mercato secondario è limitato a quei titoli che i distributori sono pronti a riacquistare essi stessi. I certificati di deposito sono negoziabili, ma i differenziali applicati dagli operatori rendono costoso l'acquisto di carta commerciale con scadenze specifiche: quella con vita residua di una o due settimane non è quasi mai venduta. Le banche, invece, consentono ai depositanti di prelevare i loro saldi immediatamente o con breve preavviso e per di più al pieno valore nominale. Pure, esse stesse detengono ampi portafogli di titoli a negoziabilità limitata e che individualmente sono rischiosi.

Le banche possono offrire ai clienti tali garanzie in parte perché i vantaggi di cui godono sotto il profilo dell'informazione consentono loro di scegliere attività con rischio di insolvenza individua-

le poco elevato, e in parte perché le dimensioni di portafoglio consentono loro di scaglionare le scadenze delle attività in modo da farle corrispondere ai prevedibili prelievi dei depositi. Esse offrono anche un servizio di gestione centralizzata dei rischi, sfruttando le regolarità che emergono allorché vengono combinati grandi numeri di opzioni di prelievo e di insolvenze sui debiti. Parte di questa gestione avviene all'interno dell'istituto bancario, come nel caso dell'attività bancaria al dettaglio (*retail banking*). Allorché si tratti di *wholesale banking* (attività bancaria all'ingrosso), gran parte dell'accentramento avviene tra istituti bancari; i rischi di credito sono ripartiti mediante partecipazioni, e le esigenze di liquidità sono distribuite nel gruppo di banche che si avvalgono dei mercati di finanziamento interbancari e di reti di corrispondenza. I clienti possono frazionare i pacchetti essi stessi distribuendo i depositi e sottoscrivendo prestiti con un certo numero di banche, ma le procedure consorziali messe a punto dalle banche e gli sperimentati mercati interbancari permettono di realizzare tale processo a costi inferiori. Operando sui settori *retail* e *wholesale* del mercato dei capitali, le banche svolgono un'importante funzione d'intermediazione e adattano i pacchetti finanziari alle esigenze dei loro clienti.

Quindi le tradizionali operazioni attive e passive di prestito e di credito che figurano nei bilanci delle banche possono essere considerate come un insieme di servizi d'informazione e di ripartizione del rischio (o di assicurazione).

Siamo abituati a considerare le banche un complesso di attività e passività riassunte in un bilancio. Il concetto alla base della figura 1 è invece quello di una banca come un insieme di *contratti* che definiscono i servizi d'informazione e di ripartizione del rischio offerti dalle banche ai clienti. La parte superiore della figura mostra i servizi relativi ai tradizionali contratti di deposito e di prestito che figurano nei bilanci delle banche. Nell'offrire tali servizi, le banche riducono i rischi finanziari dei loro clienti, assumendosene esse stesse una parte. Per ciò esse vengono remunerate mediante provvigioni e differenziali sui saggi d'interesse, quando i creditori sono pronti a rinunciare a reddito da interessi per ottenere la garanzia bancaria.

Le attività fuori bilancio sono anche strumenti per fornire servizi d'informazione e di ripartizione del rischio; in quanto tali, riducono i rischi finanziari dei clienti delle banche e comportano rischi per le banche medesime. L'apertura di una linea di credito permette a una banca di guadagnare una commissione e serve a proteggere il

cliente da eventuali problemi di liquidità, ma espone la banca a un corrispondente rischio di liquidità che essa è maggiormente in grado di sopportare. Le banche proteggono anche i clienti da rischi, che esse stesse si assumono, con attività quali ad esempio il rilascio di accettazioni di titoli di credito e di lettere di credito *standby*. In entrambi i casi le banche garantiscono essenzialmente il pagamento della passività di un loro cliente al creditore nel caso di insolvenza del cliente. Le commissioni applicate a quest'ultimo rispecchiano i vantaggi, in termini di minori tassi d'interesse, richiesti dal mercato sulla carta del cliente una volta che vi è apposta la garanzia della banca. Sebbene l'incidenza iniziale della commissione sia sul cliente della banca (il debitore), gli effetti ultimi del minore rendimento equivalgono al pagamento, da parte del detentore del titolo di credito rischioso (a rendimento più elevato), di un premio alla banca sotto forma di mancati interessi, per la protezione dai rischi d'insolvenza. Ciò equivale esattamente al caso di un depositante che accetti una garanzia da una banca piuttosto che un reddito da interessi non garantito su titoli primari.

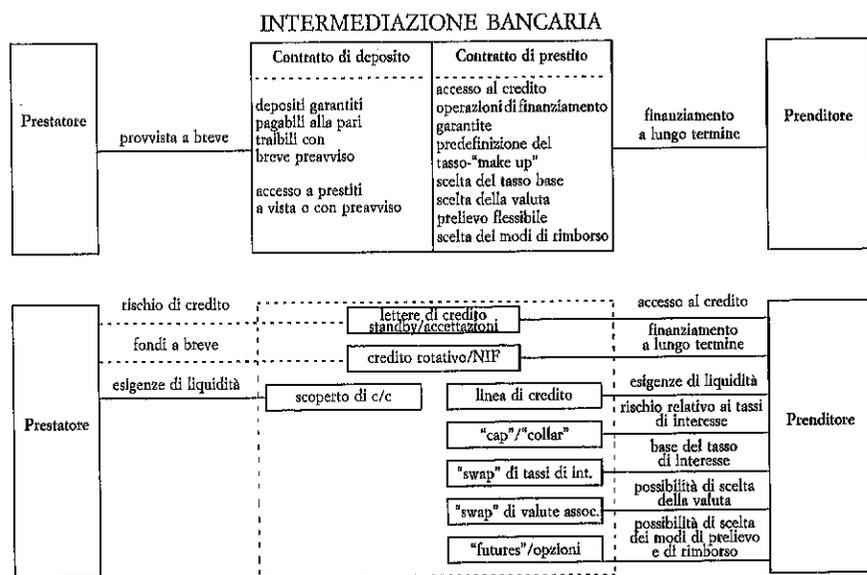
La parte inferiore della figura 1 mostra come le caratteristiche delle operazioni iscritte in bilancio possono essere assicurate anche nel caso di operazioni fuori bilancio mediante una serie di strumenti. Nel caso di operazioni iscritte in bilancio, i rischi di credito del prestatore sono garantiti da depositi rimborsabili alla pari; in alternativa, la garanzia bancaria può essere fornita con lettere di credito *standby* e accettazioni bancarie a sostegno del nome del prenditore. Le banche trasformano i depositi a breve in attività a più lungo termine garantite, un processo che può ottenersi fuori bilancio mediante linee di credito rinnovabili o concessione di NIFs che mettono carta a breve termine nelle mani di prestatori e assicurano al contempo finanziamenti a lungo termine ai prenditori.

Dal punto di vista dei prenditori, i rischi relativi ai tassi d'interesse possono essere evitati sottoscrivendo contratti *cap* o *collar* con la banca. Un *cap* è una *put option* (contratto a premio con opzione di vendita di titoli) che serve a coprire l'acquirente contro il rischio di un aumento dei tassi d'interesse. Un *floor* è una serie di *call options* (contratti a premio con opzione di acquisto di titoli), e quando viene combinato con un *cap* in un *collar* funziona pressoché nello stesso modo di un tasso d'interesse fisso. Quando i mutuatari negoziano un prestito consortile, di solito possono scegliere la base di riferimento su cui calcolare i tassi d'interesse (LIBOR, saggio sui certificati di deposito, *prime rate*, *commercial paper rate*), la valuta a cui riferire il tasso d'interesse e il capitale, e le scadenze entro cui effettuare il prelievo. Queste scelte possono venire esercitate anche nel caso di operazioni fuori bilancio, mediante *basis swaps*, *coupon swaps* e *swaps* di valute (per modificare la struttura dei tassi d'interesse), linee di credito di sostegno (*back-up credit lines*, per soddisfare esigenze di liquidità), e contratti *futures* o a termine (per modificare le date di prelievo o di scadenza prefissate).

Da questo confronto appare evidente come pressoché le stesse funzioni bancarie tradizionali vengano attuate fuori bilancio e, per di più, per ragioni essenzialmente analoghe a quelle che ispirano la tradizionale attività d'intermediazione bancaria. Le operazioni di garanzia sfruttano le opportunità derivanti da asimmetrie nell'informazione, che si realizzano quando la banca ha accesso a informazioni sull'effettivo merito di credito di un prenditore, e il premio di rischio, che sarebbe altrimenti richiesto dal mercato per alcuni mutuatari, è maggiore di quello applicato loro dalle banche (e da altri fornitori di garanzie finanziarie). L'accesso al mercato interbancario

FIGURA 1

CONFRONTO FRA OPERAZIONI IN BILANCIO E FUORI BILANCIO



significa che le banche possono sopportare meglio i rischi di liquidità. Un rischio relativo ai saggi d'interesse di una linea di credito rinnovabile può anche essere ridotto in vari modi, incluso quello di trasferire i rischi sul mercato a termine.

È evidente che le banche sono in grado di acquisire informazioni e possono attingere ai mercati del finanziamento all'ingrosso che consentono loro di emettere garanzie e sottoscrivere impegni di vario genere. Esse lo fanno sia in vista del reddito derivante dalle commissioni per l'assunzione di tali rischi, sia per un'altra ragione evidente dalla tabella 1, cioè che le attività fuori bilancio e i rischi relativi consentono alle banche di aumentare fortemente il loro *leverage*, misurato in base ai criteri convenzionali di bilancio. Tali attività possono permettere alle banche di sottrarsi alle norme contrarie a un aumento del *leverage* imposte dai sistemi di assicurazione dei depositi e dagli organi di vigilanza, infrangendo le barriere intese a contenere l'esposizione al rischio delle banche. Le operazioni fuori bilancio consentono altresì alle banche di evadere i vincoli rappresentati dalle riserve obbligatorie e dagli esborsi dovuti in base ai sistemi di assicurazione dei depositi, e trasmettono ai clienti i risparmi realizzati nei costi applicando gli *spreads* più ridotti che sono resi possibili dal convogliare fuori bilancio l'attività di deposito e di prestito. Riaffiorano qui le ipotesi del *moral hazard* e della *regulatory tax* discusse sopra.

Ma se è sempre stato possibile alle banche convertire le operazioni d'intermediazione figuranti in bilancio in operazioni equivalenti fuori bilancio, è legittimo chiedersi perché il grande sviluppo di tale attività si sia manifestato durante gli anni ottanta e non prima.

4. Ragioni dell'espansione delle operazioni fuori bilancio

In una certa misura la premessa al quesito di cui sopra può essere messa in discussione. Il processo di cartolarizzazione (*securitization*) è una tendenza che è stata molto discussa negli ultimi anni. Esso si riferisce sia all'allontanamento dall'intermediazione bancaria in favore del finanziamento diretto sul mercato dei capitali, sia alla trasformazione di attività precedentemente illiquide, come i prestiti,

in strumenti negoziabili (Gardener, 1986). Tuttavia nella misura nella quale la cartolarizzazione ha assunto la forma di *bills of exchange* e di strumenti analoghi, non è altro che una riscoperta di forme di finanziamento ben note ai nostri nonni.

Vi sono attualmente oltre 1.450 "programmi di emissione" (*rated programmes*) sul mercato USA della carta commerciale. Ciò rappresenta una forte crescita rispetto alle circa 700 società che emettevano carta commerciale nel 1974 e ai 327 emittenti di carta commerciale del 1960. Ancora una volta la base di confronto è importante. Il mercato della carta commerciale è uno dei più vecchi mercati monetari degli Stati Uniti, con una storia che risale alla metà del diciannovesimo secolo. La carta commerciale e le accettazioni bancarie erano i principali strumenti del mercato monetario di New York negli anni venti. Anzi, in tale periodo vi erano in effetti 4.395 emittenti di carta commerciale per un valore di \$ 1.296 milioni. Dopo il 1930 si ebbe una netta flessione sia del numero degli emittenti sia degli importi in essere. Nel 1933 gli emittenti erano 548 e l'importo in essere si era contratto a \$ 60 milioni. Ancora nel 1960 la carta commerciale collocata mediante *dealers*, per un importo in essere di \$ 1.159 milioni, era inferiore, in termini nominali, ai livelli del 1920.

Il processo di cartolarizzazione si nota anche nel contesto dei finanziamenti internazionali, e nel minor ricorso all'indebitamento bancario. Nel 1987 si ebbero emissioni obbligazionarie internazionali per \$ 175,6 miliardi, facilitazioni in *euronotes* per \$ 70,2 miliardi, mentre i nuovi prestiti consorziali in eurovaluta e i prestiti delle banche estere ammontavano a \$ 87,9 miliardi. Per contro, nel 1981, i prestiti bancari consorziali (pari a \$ 131,5 miliardi) erano due volte e mezzo superiori alle emissioni in euroobbligazioni ed *euronotes* (\$ 52,8 miliardi). Questa è la posizione relativa prevalente durante tutto lo scorso decennio. Occorre risalire al 1972 per trovare un anno in cui le emissioni euroobbligazionarie equivalsero all'incirca, in volume, ai nuovi prestiti consorziali delle eurobanche. Ancora, se si retrocede ulteriormente nel diciannovesimo secolo, si riscontra che il grosso dei finanziamenti internazionali avveniva mediante collocamento di titoli. Molti di questi, va notato, erano collocati, come avviene attualmente per le euroobbligazioni, in un certo numero di centri internazionali, piuttosto che presso un'unica borsa valori.

Questi confronti ci permettono di avere un'ottica migliore degli attuali sviluppi; nondimeno le tendenze attuali presentano molti

domanda di servizi d'intermediazione espandendo le voci in bilancio. La redditività dell'attività bancaria era elevata, consentendo che il capitale bancario venisse generato con risorse interne.⁷ Le sofferenze sull'attività interna ed estera erano basse, il che incoraggiava le banche a ridurre notevolmente i coefficienti di riserva, aumentando in tal modo i loro impieghi e i proventi in rapporto al capitale. Inoltre le banche erano in grado di sostenere l'indebitamento internazionale assicurando un afflusso costante di nuove banche sulla scena internazionale. Tale processo, consentendo una diversificazione del rischio, manteneva bassi i margini di rischio e quindi i differenziali applicati.

Anche sotto questo profilo le cose sono cambiate. Sembra, almeno per il momento, che il processo di diversificazione internazionale di portafoglio da parte delle banche abbia esaurito il suo corso, mentre quelle coinvolte in attività di prestito internazionale sono frenate dall'esigenza di costituire accantonamenti per perdite. Essendo aumentata la sensibilità al problema dell'adeguatezza del capitale e a quello dei rischi di credito, molte banche sorvegliano più attentamente l'andamento della loro esposizione, con conseguente aumento dei costi dei "tradizionali" depositi e dell'attività di prestito internazionale. Nel corso degli anni ottanta nei depositanti si palesa, indubbiamente, una diversa percezione della qualità relativa delle passività emesse da banche rispetto alle obbligazioni e alle *notes* emesse da mutuatari governativi e societari altamente affidabili: resta ora da vedere se, sulla scia degli eventi dell'ottobre 1987, assisteremo a un ampio movimento di riflusso verso il passato, ma non vi è dubbio che date le mutate preferenze dei prestatori, i prenditori hanno scoperto di poter effettuare emissioni a condizioni migliori di quelle loro applicate sui prestiti bancari.

La maggior parte dei clienti bancari non può presentarsi da sola sul mercato dei capitali, ma il suo desiderio di ottenere finanziamenti a condizioni più economiche ha coinciso con il desiderio delle banche di ottenere reddito senza l'impiego di risorse addizionali di capitale. Le banche integrano e assistono il funzionamento dei mercati dei valori mobiliari mettendo a disposizione dei partecipanti al mercato, dietro compenso, la loro superiore af-

⁷ Questa tesi è sostenuta in modo chiaro da CONGDON (1986).

fidabilità creditizia, l'accesso a operazioni di sostegno della liquidità e l'infrastruttura necessaria alle operazioni. Inoltre le banche facilitano anche sotto altri rispetti l'accesso dei loro clienti al mercato dei valori mobiliari. Ad esempio un *warehoused interest rate swap*, in cui un prenditore a basso grado di affidabilità offra un prestito a tasso variabile e scambi i pagamenti in conto interessi con un prestatore con grado di affidabilità superiore che emetta un'euroobbligazione ad interesse fisso, crea uno *strumento sintetico* che assicura al cliente un finanziamento a interesse fisso. Poiché la società più affidabile surroga il prenditore meno affidabile, grazie all'intermediazione della banca anche le società con media affidabilità possono accedere ai mercati internazionali dei capitali per il tramite delle banche. Si ottengono gli stessi risultati allorché le banche vendono ad altre banche partecipazioni in prestiti a imprese di media affidabilità trasformate in titoli con breve vita residua, creando così in pratica un mercato interbancario consorziale informale per la carta commerciale.

Rispetto alle possibilità offerte dall'intermediazione bancaria, i mercati appaiono scarsamente flessibili perché l'efficienza massima si raggiunge allorché le transazioni riguardano quantitativi *standard* e hanno scadenze prefissate. Il vantaggio offerto dai banchieri in veste di finanziatori è dato dalla loro disponibilità a fornire "pacchetti finanziari" adattati alle richieste dei clienti. Gran parte delle pressioni per la fornitura di tali servizi fuori bilancio può ascrivere alle variazioni intervenute nel contesto economico e finanziario della fine degli anni settanta e degli anni ottanta.

Il mutato clima economico e finanziario

Il crollo del sistema di Bretton Woods e il passaggio a un sistema di tassi di cambio flessibili ha indotto i clienti delle banche a ricercare sistematicamente una copertura contro i rischi di cambio, mentre il passaggio da tassi d'inflazione e d'interesse bassi e stabili a tassi elevati e variabili ha reso più necessario, per le società, proteggersi contro i rischi relativi ai tassi d'interesse.

La strategia di copertura di una società dipende da varie considerazioni oltre che dal contesto cui si riferisce lo schema della parte sinistra della figura 2: dalle sue "dotazioni", cioè dalle attivi-

tà non finanziarie, dalla struttura della produzione e del reddito e dai contratti finanziari; dalle sue aspettative e dal grado di tolleranza alla variabilità dei rendimenti e dai costi per l'acquisto dei vari strumenti di copertura. Le banche riducono i costi di transazione delle società agendo come intermediari (o, in alcuni casi, come *dealers*) per i contratti *futures* e i contratti di opzione negoziati in borsa; esse offrono contratti a termine e di opzione sul mercato *over the counter* adattandoli perfettamente alle esigenze dei clienti, in tal modo agendo come intermediari sotto il profilo delle dimensioni fra i mercati all'ingrosso e quelli al minuto degli strumenti di copertura.

Le operazioni *over the counter* hanno ampliato le scelte a disposizione dei clienti delle banche per attuare le loro strategie di copertura, sia per quanto riguarda la gamma degli strumenti, sia per quanto riguarda i tempi per i quali la copertura è necessaria. Ad esempio, la copertura dei rischi di cambio soleva essere attuata mediante il bilanciamento di operazioni a pronti e di contratti a termine in valuta, insieme a strumenti di finanziamento quali *bills* e accettazioni bancarie. Da questi "prodotti della prima generazione" si passò a una seconda generazione di prodotti del Tesoro nella forma di contratti *futures* e opzioni trattati in borsa, contratti *futures* (ad esempio *forward rate agreements*) e opzioni trattati fuori borsa. I contratti di opzione possono essere sottoscritti nella forma di una serie di *put options* (*caps* sui saggi d'interesse), serie di *calls* (*floors*) e combinazioni di *calls* e *puts* (*collars*). Una terza generazione dei prodotti del Tesoro unisce le caratteristiche di quelli della prima e della seconda generazione: ad esempio un *break forward* è un contratto convenzionale a termine al quale è collegata un'opzione in valuta.

Questi strumenti di copertura hanno un attivo mercato nei due sensi in gran parte delle principali valute per le scadenze fino a 12 mesi, ma per scadenze superiori ai 12 mesi e, soprattutto, per scadenze superiori ai due anni, il mercato è limitato. Subentrano quindi, come strumenti di copertura, gli *swaps* a valute incrociate (*cross currency*), una volta che i tradizionali strumenti di copertura dai rischi di cambio divengono più rari. I partecipanti al mercato degli *swaps* tendono a considerare un *fixed to fixed cross-currency swap*, più simile al classico mercato valutario a lungo termine. A causa di quest'analogia, si ritiene che gli *swaps* in valute incrociate consentano scadenze più lunghe, transazioni di maggiore importo e una

maggior flessibilità rispetto a quanto suole avvenire quando la copertura è attuata sui mercati valutari.⁸

Opportunità di arbitraggio sui mercati dei capitali

Si può dire che i mercati dei valori mobiliari stiano attraversando un processo di globalizzazione analogamente a quanto avvenuto venti anni fa per l'attività bancaria. Prima di allora i mercati bancari nei differenti paesi (e in differenti valute) erano separati da controlli dei cambi, coefficienti di riserva, norme e regolamentazioni bancarie e controlli sui tassi d'interesse. L'esistenza di tali differenze indusse le banche a valersi delle opportunità offerte dall'euromercato. Si creò un mercato quasi perfetto fra le varie euromonete, e la distrazione dell'attività interna verso di esse condusse alla fine a pressioni per l'eliminazione o l'alleggerimento delle forme di controllo valutario esistenti. Il risultato di tale processo è stata l'effettiva creazione di un unico mercato monetario internazionale a breve termine.

Le barriere che separano i mercati dei valori mobiliari possono essere di due tipi: "naturali" o "create dall'uomo". Le prime derivano dai costi di effettuare le operazioni finanziarie, dalle differenti informazioni a disposizione delle parti e dalla loro preferenza per la liquidità e grado di avversione al rischio. A queste si aggiungono, da tempo, quelle "artificiali". Le autorità nazionali cercano da tempo di controllare l'accesso dei prestatrici stranieri ai mercati dei capitali interni a lungo termine, mediante obblighi di documentazione, precedenza, procedure di notifica, controlli alle operazioni di conversione della valuta nazionale in valute estere, limitazioni al possesso di titoli azionari, ritenute fiscali sul reddito da interessi, divieto di emissione di titoli al portatore, ecc. Questi vincoli hanno favorito lo sviluppo del mercato delle euroobbligazioni, la cui emissione sfugge quasi totalmente a tali restrizioni. La riduzione delle emissioni obbligazionarie estere a favore delle euroobbligazioni ha portato all'eliminazione di molte restrizioni, come quelle presenti precedentemente sui mercati bancari. Nondimeno, questo processo

⁸ Le differenze e analogie fra gli *swaps* in valuta e i più recenti *swaps* in valute incrociate sono esaminate in HENDERSON and PRICE (1986) e REDHEAD (1986).

non può certo dirsi completo, in quanto rimangono aperte possibilità di arbitraggio che vengono sfruttate dalle banche (illustrate sul lato destro della figura 2).

Ma l'elemento interessante al riguardo è dato dal modo innovativo in cui le disposizioni vigenti sono aggirate e le barriere naturali abbassate. Un metodo è quello del ricorso a un indebitamento "sostitutivo" mediante *swaps* in valute incrociate, con cui le parti scambiano il pagamento degli interessi in una moneta con il pagamento degli interessi in un'altra moneta. Tali scambi sono basati sul principio di "guadagni dal commercio". Ciascuna parte raccoglie fondi sul mercato nel quale ha un vantaggio comparato e poi li scambia valendosi di un intermediario. Uno *swap* a valute incrociate può essere giustificato da una diversa valutazione del rischio da parte dei prenditori sui mercati per la raccolta di fondi in diverse monete. Ad esempio, una società USA che voglia ottenere finanziamenti in DM ma sconosciuta sul mercato dei capitali tedesco, e una società tedesca che ricerchi prestiti in dollari USA ma sia poco nota negli Stati Uniti, potranno ciascuna contrarre prestiti nella moneta del proprio paese e scambiarsi interessi e capitale a un tasso di cambio convenuto. O ancora, una banca tedesca può, ad esempio, agire come sostituto mutuuario al posto di una società australiana in dollari australiani sul mercato delle euroobbligazioni. Ciò ha consentito «l'emergere di una più vasta clientela per i prodotti del mercato dei capitali denominati in quelle che finora erano [ritenute] valute 'esotiche'».⁹

Uno dei metodi seguiti dalle banche per ampliare i mercati delle operazioni bancarie in differenti valute era (e in effetti è ancora) l'offerta di strumenti di deposito e di prestito sintetici. Alcuni mercati eurovalutari sono essenzialmente mercati "satelliti", caratterizzati dalla mancanza di *market makers*. Quindi una banca con sede a Parigi o a Bruxelles che riceva un deposito in eurosterline di solito (finora) non cerca di trovare un mutuuario in sterline né di aumentare i suoi saldi di esercizio a Londra. Piuttosto, essa vende sterline a pronti, tiene le disponibilità sotto forma di dollari USA e si copre a termine. Analogamente, una banca cui venga richiesto un prestito in eurosterline si fornisce di tale valuta

⁹ FRANKEL and MANN (1986).

prendendo a prestito dollari USA e ponendo in essere nello stesso tempo operazioni *swap*, cioè acquistando sterline a pronti e vendendole a termine. Questa prassi permette sempre di creare eurosterline, indipendentemente dalla disponibilità di fondi sul mercato interno.

In modo molto simile possono essere "trattati" i mercati dei valori mobiliari. In assenza di un mercato della carta commerciale in marchi, ad esempio, le società tedesche possono emettere carta commerciale in dollari USA, venderne il ricavato contro marchi e coprirsi sul mercato a termine. Ciò crea l'equivalente di carta commerciale in DM. La carta commerciale in dollari USA potrebbe essere emessa sul mercato interno USA, sulla base di una garanzia bancaria, o sull'euromercato della carta commerciale. La creazione di un mercato sintetico può fungere da sostituto di un mercato effettivo o, qualora un mercato nazionale esista, assicurare che qualsiasi controllo su tale mercato sia evitato mediante arbitraggi in altri paesi (Levich, 1986).

Tecnologia

L'esempio del paragrafo precedente può essere esteso a un'ampia gamma di transazioni finanziarie, tutte rese possibili o meno costose dai progressi nella tecnologia computerizzata. Attingendo ai concetti elaborati da Lancaster (1966) ai prodotti fisici, i crediti finanziari possono essere considerati come raggruppanti in sé una serie di caratteristiche finanziarie. Un'obbligazione a tasso fisso della durata di dieci anni rappresenta un insieme di una particolare struttura di tasso d'interesse (tasso fisso), una particolare moneta (dollari USA), e una data scadenza (10 anni). Ciascuno di questi attributi può essere considerato separatamente e formare oggetto di negoziazioni distinte, indipendentemente dagli altri. Sia al momento dell'acquisto che successivamente il detentore del titolo può sostituire al tasso fisso un tasso fluttuante, ai pagamenti in dollari pagamenti in un'altra moneta, mantenendo invariata solo la scadenza. Oppure l'obbligazione potrebbe essere "spogliata" dell'elemento della scadenza e venduta come una sequenza di strumenti a breve termine.

Abbiamo qui un esempio della fungibilità dei prodotti finanziari: una volta che i prodotti fisici sono realizzati, le loro caratte-

ristiche possono essere modificate solo commerciando il bene stesso o trasformandolo in fase di produzione. Per contro, le caratteristiche dei prodotti finanziari possono ora essere svincolate dal prodotto e negoziate separatamente. Tali scambi possono avvenire senza che si debba rinegoziare lo strumento originale o i suoi annessi. Tali operazioni di ingegneria finanziaria sono sempre state possibili, ma le moderne tecnologie computerizzate ne hanno ora ridotto i costi entro limiti ragionevoli.

Per dare un altro esempio degli effetti delle mutate tecnologie, va osservato come di solito in passato i servizi finanziari tendevano a essere pienamente integrati in senso verticale all'interno di una particolare impresa finanziaria. Le banche e le casse di risparmio avviavano i contatti con il cliente, effettuavano il prestito, ricevevano i rimborsi e detenevano il titolo. Gli elementi che compongono questi servizi possono essere disaggregati verticalmente. Negli Stati Uniti vi sono alcuni pacchetti in cui l'avvio delle operazioni è separato dal prestito dei fondi, l'assicurazione dei prestiti avviene ad opera di terzi, altri ancora provvedono all'organizzazione e modulazione del prestito, mentre varie società intervengono come fiduciarie per l'emissione dei titoli e il servizio dei rimborsi è curato da altri istituti ancora.

Una delle ragioni della scomposizione dell'operazione è quella di consentire agli istituti di vendere parte del loro portafoglio e di acquistare partecipazioni in altre attività ottenendo in tal modo una migliore ripartizione dei rischi a parità di dimensioni di bilancio. Un'altra è quella di permettere alle istituzioni di sfruttare meglio i loro vantaggi comparati. Il vantaggio comparato delle banche può consistere nella loro abilità di valutare l'affidabilità creditizia e di selezionare i prestiti da concedere sulla base delle informazioni disponibili. Dati gli obblighi imposti alle banche e le attuali pressioni sulle loro esigenze patrimoniali, esse possono non essere gli istituti più adatti a effettuare operazioni di consolidamento e a detenere i titoli. Una situazione in base alla quale le banche avviano i prestiti e li passano fuori bilancio ad altre istituzioni può essere più vantaggiosa di una in cui gli istituti che detengono l'attivo effettuano anche la valutazione dell'affidabilità creditizia. Le garanzie a sostegno dell'emissione dei titoli dei clienti detenute da altri istituti, la sottoscrizione di emissioni di titoli e gli impegni di sottoscrizione rinnovabili sono ancora altri mezzi per attuare una tale divisione del lavoro.

5. Rischi delle operazioni fuori bilancio

Per ovvie ragioni le autorità di vigilanza hanno mostrato un vivo interesse per le attività fuori bilancio delle banche. Alla crescita di questo tipo di attività bancaria ha concorso l'interrelazione di numerosi fattori; ma uno dei principali è rappresentato dal tentativo delle banche di sottrarsi ai vincoli sull'adeguatezza del capitale, potenziando quelle fonti di reddito che sono ancora in gran parte libere da obblighi di capitale. In quanto garanti di ultima istanza, le autorità sono preoccupate di doversi assumere alcuni dei rischi di queste attività. Allorché offrono aperture di credito di sostegno, le banche possono stare operando in base al loro accesso privilegiato alla liquidità fornita dalla banca centrale, che a sua volta deve assicurarsi che le facilitazioni concesse siano adeguatamente remunerate o accessibili ad altri partecipanti al mercato.

I relativi rischi possono essere suddivisi in quattro gruppi:

a) *Rischi operativi*. La maggior parte dei servizi finanziari elencati sul lato sinistro della tabella 2 comporta la possibilità di perdite commerciali e di azioni di rivalsa che possono avere conseguenze negative per la banca. Tuttavia il principale rischio riguarda la reputazione della banca, e ciò vale anche nel caso di sottoscrizione di titoli obbligazionari, di consigli ai clienti nell'uso di strategie di copertura e "sintetiche", e dell'espansione del mercato delle vendite di attività senza diritto di rivalsa.¹⁰

b) *Rischi di liquidità (funding risk)*. Questi sorgono allorché una banca non è in grado di ottenere i fondi necessari a onorare i suoi obblighi alla scadenza. Può capitare che una banca debba pagare i fondi prima di ricevere i proventi dalle controparti (rischio di regolamento), e i clienti possono esercitare la loro facoltà di tirare a valere sulle linee di credito e sulle altre facilitazioni a sostegno della liquidità. A loro volta le banche devono utilizzare le loro opzioni per emettere passività, accendere prestiti interbancari, vendere attività o ricorrere alle facilitazioni di ultima istanza delle banche centrali a sostegno della liquidità. Il frequente ricorso a queste

¹⁰ GORDON and HAUBRICH (1987), BECKETTI and MORRIS (1987).

possibilità può far aumentare il costo di questi fondi per la banca e, al limite, far scattare una crisi di fiducia nei confronti dell'istituto.

c) *Rischio di posizione*. Molte operazioni delle banche possono essere soggette a un'erosione del reddito previsto a causa di movimenti sfavorevoli nei tassi d'interesse e di cambio su un ampio numero di attività, che vanno dalle linee di credito rinnovabile e la maggior parte degli strumenti di copertura e di *swaps*, alla sottoscrizione di titoli obbligazionari. Nel caso dei contratti *swaps* e di copertura, i rischi delle banche derivano dalle posizioni lasciate deliberatamente aperte per beneficiare di determinate tendenze attese di mercato, dal loro ruolo di controparte allorché effettuano la copertura di proprie posizioni, dalle attività di "warehousing" e dalla difficoltà di costruire adeguate coperture incrociate (il che di solito lascia un rischio di base).

d) *Rischio di credito*. Si ha allorché i clienti garantiti non onorano il loro impegno e in caso di insolvenza di controparti nelle transazioni intermedie. Le banche acquisiscono attività di dubbio valore nella forma di un prestito forzoso o di controllo sul collaterale, o acquisiscono beni oggetto del contratto che vanno ceduti, o debbono incorrere nei costi necessari a chiudere o bilanciare posizioni aperte.

Finora gli organi di vigilanza hanno rivolto l'attenzione soprattutto sui rischi di credito. Nel valutare tali rischi, va notato come molte delle voci "sotto la linea" comportino un elemento probabilistico, analogamente a quanto avviene per le voci iscritte in bilancio. Così come la facoltà di un depositante di attingere al suo deposito può non essere esercitata, l'impegno contingente di una linea di scoperto non utilizzata può non comportare mai conseguenze effettive sul bilancio: il titolare può non avvalersi della facoltà. In entrambi questi casi le banche hanno offerto queste opzioni da molti anni, e sono in grado di calcolare con un buon grado di approssimazione quali siano le probabilità che esse vengano usate. Per gran parte degli strumenti *swaps* e di copertura la loro stessa novità rappresenta un problema, mentre alcuni sono così complessi da rendere necessaria una notevole abilità tecnica per capirne il funzionamento e quantificarne i rischi. Nel caso di alcuni strumenti ci si può valere di esperienze precedenti, ma alla luce di recenti sviluppi tali esperienze non sembrano essere di grande utilità. Ad esempio, da un'indagine condotta dalla Federal Reserve nel 1978 risultò un tas-

so di perdita sulle lettere di credito *standby* dello 0,04%, ben inferiore a quello dello 0,41% per i prestiti dello stesso campione.¹¹ Ma la concessione di *standby* a società con minor grado di affidabilità successivamente a quella data può aver cambiato la situazione. Di fronte a queste difficoltà, gli organi di vigilanza si sono nuovamente basati su un approccio largamente funzionale che valuta gli strumenti fuori bilancio in termini dei prestiti ad essi equivalenti: ciò costituisce la base dell'accordo di Basilea fra i paesi del Gruppo dei Dieci e del Lussemburgo, a sua volta ispirato al precedente accordo tra Gran Bretagna e Stati Uniti.¹²

In tutte queste proposte di vigilanza occorre realizzare un compromesso fra due obiettivi. Da un lato, l'imposizione di obblighi più gravosi di quanto le banche riterrebbero necessario per fini prudenziali fa crescere i costi dell'attività bancaria. La proposta rischia pertanto di penalizzare la capacità delle banche di competere nelle attività fuori bilancio con, ad esempio, gli assicuratori finanziari (*financial guarantee insurers*) (Hirtle, 1987). Alternativamente, è possibile che alcuni strumenti, ad esempio gli *swaps*, vengano resi meno efficaci, sotto il profilo dei costi, per l'utilizzazione finale. D'altra parte molti istituti bancari tendono a considerare le direttive sul capitale minimo come relative a importi massimi, sostenendo che un capitale adeguato è quello mantenuto allo stesso livello di altre banche in situazioni simili. Le autorità devono quindi assicurarsi che i coefficienti minimi siano sufficienti alla copertura dei possibili rischi, e mantenere così un elemento di "co-assicurazione" dei rischi bancari con gli azionisti della banca.

In termini di altri rischi, l'espansione delle operazioni fuori bilancio ha trasformato le opportunità per le banche nella gestione dell'attivo-passivo così come lo ha fatto per i loro clienti. L'ampliamento dei mercati dei *futures* e delle opzioni ha ridotto i costi di copertura dai rischi trasferendoli ad altri portatori di rischi. I rischi connessi all'andamento dei tassi d'interesse sono evidentemente inferiori se, in presenza di andamenti sfavorevoli, le banche possono sbarazzarsi rapidamente delle esposizioni ricorrendo alla creazione di attivi e passivi sintetici. Non vi è dubbio che la gestione della liquidità è diversa se una larga parte delle attività nel por-

¹¹ CHESSEN (1986).

¹² FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, *Quarterly Review*, Winter 1987-88.

tafoglio di una banca può essere negoziata. Le nuove tecnologie consentono alle banche di riferire le loro esposizioni al mercato pressoché continuamente e di valutarne i rischi relativi. Ed è pertinente a questo punto osservare come le principali perdite in cui sono incorse le banche negli ultimi anni non sono dovute a nuovi prodotti e tecniche, ma a una cattiva gestione della tradizionale attività bancaria.

A livello più elevato, le autorità bancarie si preoccupano delle operazioni fuori bilancio come parte del processo di "cartolarizzazione". In particolare, individui e imprese iniziano ora ad assumersi rischi che in passato gravavano su istituti specializzati in materia, che svolgevano funzioni di cuscinetto per il sistema finanziario. Tale tendenza può comportare una migliore distribuzione del rischio sui mercati finanziari, ma può altresì allargare l'ambito potenziale di eventuali *shock* finanziari e segnala la necessità di una continua cooperazione fra le autorità di vigilanza dei vari paesi per regolare il mercato finanziario globale.

M.K. LEWIS

BIBLIOGRAFIA

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986), *Recent Innovations in International Banking*, Basle.
- BECKETTI, S. and MORRIS, C.S. (1987), 'Loan sales: another step in the evolution of the short-term credit market', *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, November.
- BRADY, N.J. (1987), 'Regulation and risk management in the swaps market', *Reserve Bank of Australian Bulletin*, November.
- CHESSER, J. (1986), 'Off Balance sheet activity: a growing concern?', *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, May.
- CHESSER, J. (1987), 'Feeling the heat of risk-based capital: the case of off-balance sheet activity', *Regulatory Review*, Federal Deposit Insurance Corporation, August.
- CONGDON, T. (1986), 'Securitisation: its meaning, causes and significance', *Economic Research Paper*, No. 1, L. Messell and Co., August.
- FRANKEL, A.B. and MANN, C.L. (1986), 'A framework for analyzing the process of financial innovation', *International Financial Discussion Papers*, No. 283, Washington, DC.
- GARDNER, E.P.M. (1986), 'Securitization and the banking firm', *Institute of European Finance*, Research Paper RP 86/15, Bangor.
- GIDDY, I.H. (1986), 'Assetless banking' in Savona, P. and Sutija, G. (eds.), *Strategic Planning in International Banking*, Macmillan, London.

- GORDON, G. and HAUBRICH, J. (1987), 'Loan sales, recourse and reputation: an analysis of secondary loan participations', *Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago.
- HENDERSON, S.K. and PRICE, J.A.M. (1986), *Currency and Interest Rate Swaps*, Butterworths, London.
- HIRTLE, B. (1987), 'The growth of the financial guarantee market', *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 12, No. 1.
- JAMES, C. (1987), 'Off-Balance Sheet Banking', *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Fall.
- KAREKEN, J.H. (1987), 'The emergence and regulation of contingent commitment banking', *Journal of Banking and Finance*, 11(3).
- LANCASTER, K.J. (1966), 'Change and innovation in the technology of consumption', *American Economic Review*, Vol. 56, No. 2.
- LEVICH, R.M. (1986), 'Innovations in international financial markets: causes and consequences', *Conference on Capital Market Developments and Financial Stability*, Ditchley Foundation.
- LEWIS, M.K. and DAVIS, K.T. (1987), *Domestic and International Banking*, Philip Allan, Oxford and MIT Press, Cambridge, Mass.
- PAVEL, C. and PHILLIS, D. (1987), 'Why commercial banks sell loans: an empirical analysis', *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, May/June.
- REDHEAD, K. (1986), 'Swaps', *Coventry Lanchester Polytechnic Staff Discussion Paper*, No. 71, May.
- WOLKOWITZ, B., LLOYD-DAVIES, P., GENDREAU, B.C., HANWECK, G.A. and GOLDBERG, M.A. (1979), 'The use of contingencies and commitments by commercial banks', *Below the Bottom Line*, a staff study of the Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.