

## Il rischio di regolamento nei mercati valutari e CLS Bank<sup>1</sup>

### Introduzione

Nel settembre 2002 ha iniziato a operare CLS Bank, una nuova istituzione finanziaria creata allo scopo di ridurre il rischio connesso con il regolamento delle operazioni in cambi. Il presente saggio analizza le origini del rischio di regolamento e il modo in cui le banche centrali e gli operatori di mercato hanno cercato di attenuarlo. Dopo una rassegna delle iniziative intraprese negli ultimi due decenni, lo studio descrive il contesto che ha portato alla nascita di CLS Bank e i probabili effetti che essa avrà in termini di riduzione dei rischi.

### Herstatt

Il 26 giugno 1974 alle 15:30 (ora dell'Europa centrale, C.E.T.) le autorità tedesche disposero la chiusura di Bankhaus Herstatt, un istituto di medie dimensioni molto attivo sui mercati valutari<sup>2</sup>. Quel giorno alcune controparti della banca avevano effettuato a suo favore pagamenti irrevocabili in marchi tedeschi per ingenti ammontari, ma non avevano ancora ricevuto le contropartite in dollari, dal momento che la giornata operativa sui mercati finanziari USA era appena iniziata<sup>3</sup>. La chiusura di Herstatt innescò una reazione a catena che perturbò i sistemi di pagamento e regolamento. La sua corrispondente a New York sospese tutti i pagamenti in dollari a valere sul conto della banca tedesca; le istituzioni che quel giorno avevano effettuato versamenti in marchi a Herstatt si ritrovarono così scoperte per l'intero valore di tali transazioni. Altri istituti newyorchesi rifiutarono di eseguire pagamenti in proprio o per conto della clientela fintantoché non avessero ricevuto conferma dell'avvenuto accredito dei relativi controvalori. Queste turbative si

Il fallimento di  
Bankhaus  
Herstatt ...

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI. Si ringraziano Michela Scatigna e Stephan Arthur per l'eccellente supporto analitico fornito.

<sup>2</sup> Per una trattazione del ruolo di Bankhaus Herstatt sui mercati valutari, cfr. Remolona et al. (1990).

<sup>3</sup> Il valore delle transazioni con Bankhaus Herstatt in attesa di regolamento era stato stimato in \$200 milioni. Alcune banche avevano altresì stipulato con l'istituto tedesco operazioni a termine, che dovevano ancora essere regolate al momento della chiusura di Herstatt, e dovettero pertanto essere sostituite.

propagarono ulteriormente attraverso il sistema di regolamento netto multilaterale usato a New York. Si stima che nei tre giorni seguenti il volume dei trasferimenti lordi veicolati da questo sistema si ridusse del 60%.

... e altre turbative  
nei sistemi di  
regolamento

La chiusura di Herstatt rappresenta il primo e più grave caso di fallimento bancario in cui il mancato regolamento di transazioni valutarie abbia causato gravi difficoltà ai sistemi di pagamento e regolamento. Vari altri episodi di questo tipo, anche se meno destabilizzanti, si verificarono negli anni novanta<sup>4</sup>. Nel febbraio 1990 a creare problemi fu il fallimento del gruppo Drexel Burnham Lambert, la cui affiliata londinese Drexel Burnham Lambert Trading era attiva sui mercati dei cambi e dell'oro. Nel luglio 1991 la liquidazione di BCCI provocò perdite alle sue controparti di Regno Unito e Giappone operanti sui mercati valutari. All'epoca del tentativo di colpo di stato sovietico nell'agosto 1991, i sistemi di regolamento risentirono dell'incertezza che gravava su alcune istituzioni finanziarie operanti nell'URSS o di proprietà di imprese ivi basate. Il collasso di Barings Brothers nel febbraio 1995 mise in difficoltà il sistema di compensazione delle transazioni in ECU.

## Rischio di regolamento

Il collasso di Herstatt ha messo in luce come dalle esposizioni al rischio connesse con il tradizionale metodo di regolamento valutario possano emergere importanti turbative. Tali esposizioni traggono origine dal fatto che il regolamento avviene tipicamente nei paesi di emissione di ciascuna valuta, cosicché le diverse contropartite di un'operazione in cambi sono perfezionate indipendentemente l'una dall'altra, e in molti casi in epoche assai diverse.

Le origini del  
problema

Un'indagine di mercato condotta da banche centrali nel 1995 rilevava che tra il momento in cui l'istruzione di pagamento per la valuta venduta non poteva più essere annullata unilateralmente e il momento in cui la valuta acquistata veniva ricevuta in via definitiva intercorreva comunemente un lasso di tempo di almeno uno o due giorni operativi (CSPR, 1996). L'indagine evidenziava inoltre che una banca poteva impiegare uno o due giorni operativi ulteriori per accertarsi dell'avvenuta ricezione del pagamento. Di conseguenza, potevano trascorrere più di tre giorni – oltre a eventuali fine settimana e festività – prima che una banca fosse certa di aver ricevuto la valuta acquistata.

Un problema cruciale derivava dal fatto che i principali sistemi di pagamento usati per il trasferimento interbancario di fondi di grande ammontare non operavano secondo un orario giornaliero che permettesse il regolamento simultaneo o quasi simultaneo delle valute. Vi erano infatti limitate fasce di operatività comuni fra i diversi fusi orari<sup>5</sup>. Inoltre, molti di questi sistemi erano strutturati in modo tale che il regolamento definitivo dei pagamenti

---

<sup>4</sup> Per un resoconto dettagliato di tali episodi, cfr. CSPR (1996).

<sup>5</sup> Ad esempio, la consegna di dollari a una banca in Giappone da parte di una banca statunitense a New York avveniva durante l'orario operativo newyorchese, mentre la corrispondente consegna di yen da parte della banca nipponica era effettuata durante la giornata lavorativa di Tokyo. La banca venditrice di yen poteva così ritrovarsi a dover attendere anche 12 ore prima di ricevere i dollari (cfr. grafico 1).

giornalieri avveniva in un determinato momento, ossia alla fine della giornata operativa del sistema.

Il rischio di regolamento valutario ...

Il rischio che una controparte di una transazione in cambi consegna la valuta venduta ma non riceva quella acquistata viene denominato rischio di regolamento delle operazioni in cambi, o rischio "Herstatt". L'esposizione verso un'unica controparte, anche se di breve durata, può essere assai elevata rispetto al patrimonio dei partecipanti a una transazione; in alcune condizioni, infatti, essa può ammontare a un multiplo del patrimonio stesso di una banca (CSPR, 1996).

... presenta due aspetti principali

Il rischio di regolamento si caratterizza per due aspetti principali: il rischio di credito e il rischio di liquidità. Il motivo per cui insorgono questi rischi risiede nel fatto che sui mercati valutari viene scambiato l'intero ammontare nozionale di ogni divisa. Il rischio di credito scaturisce dalla possibilità che, successivamente all'assunzione da parte di una banca dell'impegno irrevocabile a pagare la valuta di sua competenza, la controparte non adempia le proprie obbligazioni per l'intero valore del contratto, alla scadenza prevista o in qualsiasi momento successivo. Nella situazione estrema di fallimento di una controparte, come nel caso di Bankhaus Herstatt, la banca che abbia già effettuato il pagamento non riceve l'intero controvalore, e si ritrova a partecipare alla procedura fallimentare in qualità di creditore chirografario. La somma effettivamente recuperata dopo un periodo potenzialmente lungo potrebbe essere significativamente inferiore all'ammontare di valuta pagata

Attività di pagamento e regolamento					
medie giornaliere					
	Numero di transazioni <sup>1</sup>		Valore delle transazioni <sup>2</sup>		Valore delle transazioni <sup>3</sup>
	1999	2000	1999	2000	2000
Canada					
LVTS	12	14	61	69	6,35
Giappone					
FXYCS	40	37	248	230	5,05
BOJ-NET	19	19	1 202	1 303	28,59
Svizzera					
SIC	562	593	109	105	43,69
Regno Unito					
CHAPS Sterling	79	86	287	295	31,04
CHAPS Euro	10	13	142	152	15,99
Stati Uniti					
Fedwire	408	430	1 363	1 507	15,14
CHIPS	227	237	1 182	1 159	11,64
Unione europea					
EURO1	70	98	175	197	3,35
TARGET	168	190	950	1 045	17,78

<sup>1</sup> In migliaia. <sup>2</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>3</sup> In percentuale del PIL.

Fonte: CSPR (2002).

Tabella 1

all'origine. Il rischio di liquidità sussiste dal momento che una controparte potrebbe non essere in grado di regolare l'intero ammontare dovuto alla scadenza prevista, ma soltanto a una data successiva non specificata. L'esposizione a tale rischio cresce con l'entità della transazione e la sua potenziale gravità aumenta nel caso in cui i mercati a cui rivolgersi con breve preavviso per l'ottenimento di fonti alternative di finanziamento non siano disponibili o manchino di spessore in quel momento della giornata. Un'importante fonte di rischio di liquidità è costituita dal rischio operativo. La procedura di regolamento incorre in questo tipo di rischio nella misura in cui il pagamento può essere disposto in maniera errata o ritardato a causa di disfunzioni tecniche o errori umani.

La dinamica del fallimento di Herstatt ha mostrato come il rischio di regolamento possa avere implicazioni sistemiche qualora il mancato adempimento da parte di una banca pregiudichi la capacità di altri operatori di far fronte alle proprie obbligazioni. Non da ultimo in ragione dell'ampiezza dei flussi di regolamento valutario, i sistemi di pagamento possono rappresentare un importante canale di propagazione delle tensioni sistemiche. Per avere un'idea delle dimensioni relative delle esposizioni totali, basti considerare che sui sistemi di pagamento e regolamento del Regno Unito transitano quotidianamente flussi pari al 47% del PIL annuo di questo paese (tabella 1).

Il rischio di regolamento sui mercati valutari può avere implicazioni sistemiche per vari motivi. In primo luogo, l'attività su tali mercati ha una dimensione internazionale, poiché le valute vengono compensate nel paese di emissione. Dal momento che gli orari operativi dei sistemi di pagamento nei maggiori centri valutari – Londra, New York e Tokyo – non coincidono mai completamente, un'ampia quota delle operazioni in cambi è regolata al di fuori della giornata operativa di una delle controparti. In secondo luogo, le contrattazioni sui mercati dei cambi sono cresciute molto rapidamente e il loro volume è assai ingente in confronto a quello di altri mercati finanziari. Nell'aprile 2001 gli scambi medi giornalieri per la coppia euro/dollaro – il segmento più ampio del mercato valutario – ammontavano a \$354 miliardi, ben al di sopra dei \$298 miliardi di turnover del maggiore mercato obbligazionario

Implicazioni sistemiche

Particolarmente vulnerabili i mercati dei cambi

Attività sul mercato dei cambi, per tipo di controparte <sup>1</sup>				
turnover medio giornaliero nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA				
	1992	1995	1998	2001
Totale	776	1 137	1 429	1 173
Intermediari dichiaranti	540	729	908	689
Altre istituzioni finanziarie	97	230	279	329
Clientela non finanziaria	137	178	242	156
Locale	317	526	657	499
Internazionale	392	611	772	674

<sup>1</sup> Al netto delle duplicazioni tra posizioni sul mercato locale e internazionale. Escluso il valore stimato delle lacune nelle segnalazioni.

Fonte: BRI (2002). Tabella 2

(quello dei titoli del Tesoro USA) e dei \$42,3 miliardi negoziati mediamente ogni giorno sulla più importante borsa valori (il New York Stock Exchange)<sup>6</sup>. In terzo luogo, le operazioni interbancarie rappresentano la quota più ampia dell'attività sui mercati valutari. Secondo l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2001, le contrattazioni tra dealer concorrevano in quell'anno a circa il 60% del turnover totale (tabella 2). Infine, l'attività su tali mercati è sempre più concentrata nelle mani di un numero relativamente ristretto di banche.

## Iniziative per attenuare il rischio di regolamento

Nel 1996 le banche centrali dei paesi del G10 elaborarono una strategia fondata su tre linee d'azione per la riduzione del rischio sistemico connesso con il regolamento delle operazioni in cambi: controllo da parte delle singole banche delle esposizioni al rischio di regolamento valutario, predisposizione di servizi multivalutari per l'attenuazione del rischio ad opera di gruppi del settore, iniziative delle banche centrali volte a promuovere rapidi progressi nel settore privato (CSPR, 1996)<sup>7</sup>.

Riduzione dei ritardi tra le due fasi di una transazione ...

Due approcci complementari sono stati successivamente adottati per la riduzione del rischio di regolamento<sup>8</sup>. Il primo mirava ad accorciare la durata delle esposizioni al rischio. Ciò è stato anzitutto conseguito grazie al miglioramento delle tecniche di misurazione e gestione delle esposizioni da parte delle singole banche. I progressi intervenuti nei sistemi di pagamento di elevato ammontare hanno inoltre accresciuto il potenziale per un maggiore allineamento dei tempi di regolamento. È aumentata la diffusione del regolamento definitivo infragiornaliero, attraverso l'adozione di sistemi di regolamento lordo in tempo reale ("real-time gross settlement", RTGS), in cui i pagamenti sono trattati e regolati singolarmente e in tempo reale durante l'orario operativo del sistema. Negli anni novanta è stata poi ampliata la durata dell'operatività giornaliera e, con essa, gli intervalli lavorativi comuni alle differenti zone orarie (grafico 1).

... nonché del numero e dell'entità dei pagamenti da regolare

Il secondo approccio ha avuto come obiettivo la riduzione dei flussi di regolamento tra le controparti associati agli impegni originari. A ciò si è arrivati principalmente grazie a iniziative del settore privato, mirate ad elaborare accordi bilaterali e multilaterali per il netting delle operazioni in cambi, cui si sono accompagnate modifiche legislative per il recepimento di tali accordi. Negli schemi bilaterali, quali FXNET, le transazioni sono compensate giornalmente per coppia di controparti, dando luogo a un unico pagamento per

---

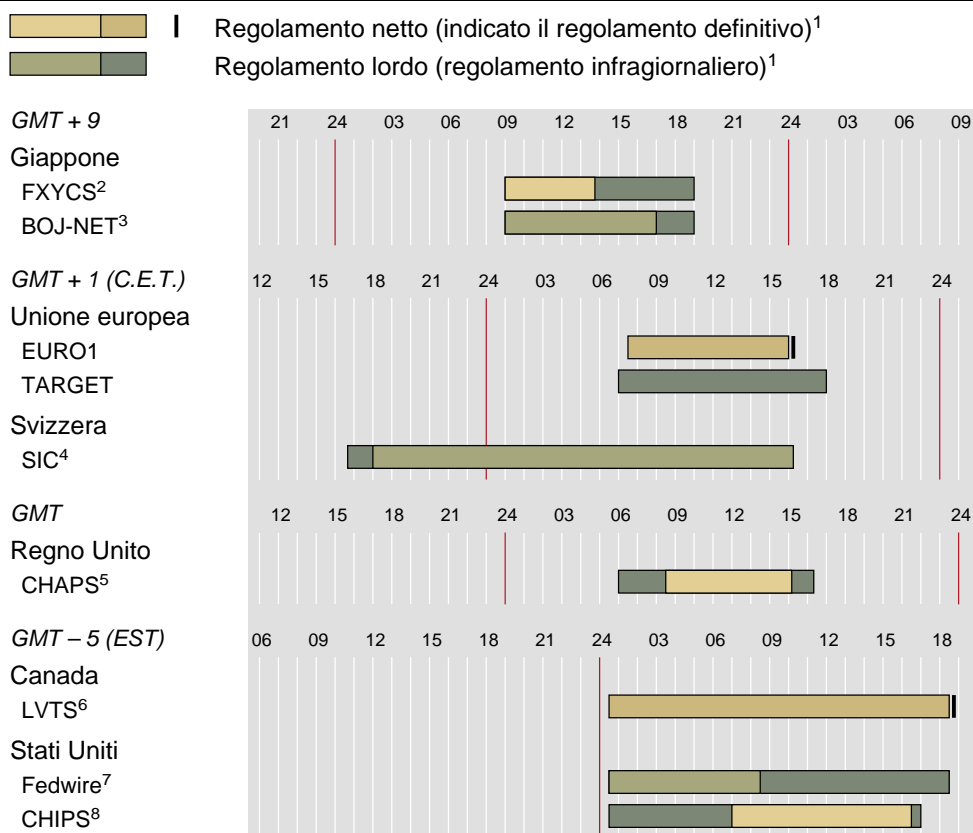
<sup>6</sup> Fonti: BRI (2002); Federal Reserve Bank of New York (citata dalla Bond Market Association); NYSE.

<sup>7</sup> Per un'analisi dettagliata delle problematiche relative al rischio di regolamento, cfr. CSPR (1993, 1996, 1998).

<sup>8</sup> Essi non si proponevano di modificare la convenzione di mercato per le transazioni a pronti, in base alla quale tali operazioni vengono regolate due giorni dopo la stipula del contratto, poiché tale convenzione non ha implicazioni per il rischio di regolamento.

## Orari operativi di alcuni sistemi di trasferimento interbancario di fondi di grande ammontare

per lo stesso giorno di valuta



<sup>1</sup> L'area ombreggiata più chiara rappresenta gli orari operativi del 1993, mentre la superficie totale di entrambe le aree ombreggiate quelli del novembre 2002. Nel 1993 FXYCS, CHAPS e CHIPS facevano uso di un sistema di regolamento netto, ma da allora sono passati al regolamento lordo (FXYCS a un sistema che si avvale di entrambe le modalità DNS e RTGS, cfr. nota 2 di seguito; CHIPS a un sistema ibrido, cfr. nota 8 di seguito). <sup>2</sup> Sebbene nel 1998 FXYCS abbia introdotto la modalità RTGS dalle 09:00 alle 17:00, la quasi totalità dei pagamenti viene gestita secondo la modalità DNS. Da maggio 2002 l'orario di chiusura dell'RTGS è stato esteso dalle 17:00 alle 19:00 per i partecipanti che ne abbiano fatto richiesta; la chiusura può essere rinviata alle 20:00, se necessario. <sup>3</sup> Da maggio 2002 l'orario di chiusura del sistema è stato esteso dalle 17:00 alle 19:00 per i partecipanti che ne abbiano fatto richiesta; la chiusura può essere rinviata alle 20:00, se necessario. <sup>4</sup> L'orario operativo è stato esteso nel 2002. <sup>5</sup> L'orario operativo è stato esteso all'inizio del 1999. <sup>6</sup> Il periodo per la costituzione/valutazione delle garanzie, la fissazione di limiti bilaterali, ecc. inizia alle 00:30, lo scambio delle istruzioni di pagamento alle 01:00. <sup>7</sup> L'orario operativo è stato esteso nel 1997. <sup>8</sup> Una quota sostanziale (in termini di valore) dei pagamenti giornalieri è in pratica compensata tramite netting bilaterale o, in alcuni casi, multilaterale, anteriormente al regolamento. Tuttavia, la maggioranza dei pagamenti (in termini di numero) è regolata su base lorda. Regolamento definitivo infragiornaliero.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 1

ciascuna valuta e per ciascuna controparte. Un accordo multilaterale di compensazione, ECHO, è stato altresì operativo per alcuni anni nel decennio scorso. Gli ammontari dovuti dai partecipanti a tale sistema venivano compensati giornalmente tramite una clearing house, il che dava origine a un unico pagamento, a credito o a debito della stanza, per ogni partecipante e per ogni valuta. Si stima che il netting multilaterale abbia portato a una contrazione

del 70% dei flussi di regolamento interessati dalla sua applicazione, rispetto alla riduzione del 50% ottenuta con sistemi bilaterali (CSPR, 1998).

Ma il rischio di regolamento è rimasto importante

Sebbene tali misure abbiano ridotto l'entità o la durata delle esposizioni al rischio, e certamente attenuato le pressioni sulla liquidità, esse non hanno tuttavia permesso di conseguire la simultanea definitività dei pagamenti ricevuti. Queste iniziative hanno pertanto contribuito a ridurre il rischio di regolamento, senza però eliminarlo completamente.

## CLS Bank

L'approccio pagamento contro pagamento

A metà degli anni novanta, nell'intento di affrontare il problema del rischio di regolamento, un gruppo di importanti operatori del mercato valutario – le "G20 banks" – ha cominciato a lavorare a una soluzione fondata sul principio pagamento contro pagamento ("Payment-Versus-Payment", PVP). Secondo tale principio, le due contropartite di una transazione vengono perfezionate simultaneamente e in modo tale che il regolamento di una non possa avvenire senza il regolamento dell'altra. Nel 1997 le banche del G20 hanno creato un'istituzione finanziaria a finalità specifica, CLS Bank International, allo scopo di sviluppare la soluzione prescelta.

Avvio di CLS Bank nel settembre 2002

Nel settembre 2002 CLS Bank ha iniziato a operare, regolando transazioni in sette valute: dollaro USA, euro, yen, sterlina, franco svizzero, dollaro canadese e dollaro australiano<sup>9</sup>. A metà novembre 2002 CLS contava 67 azionisti, principalmente grandi banche internazionali. Nei primi due mesi di operatività il volume delle transazioni regolate dal sistema è aumentato rapidamente (grafico 2).

Diverse categorie di partecipanti

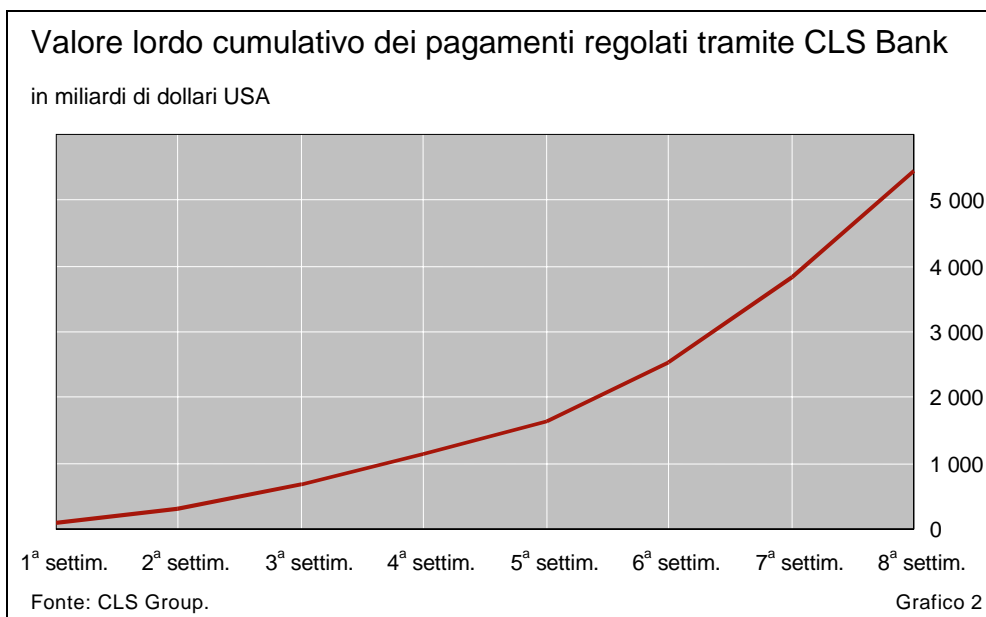
Gli operatori possono utilizzare il sistema CLS in modi diversi, a seconda che essi siano partecipanti diretti ("settlement members") o terzi utilizzatori ("third parties"). I primi detengono presso CLS Bank conti di regolamento multivalutari e possono sottoporre direttamente al sistema istruzioni di pagamento per conto proprio o della loro clientela; essi sono peraltro tenuti a fornire i fondi necessari al regolamento delle operazioni. I partecipanti diretti devono essere azionisti di CLS. Ai "settlement members" è inoltre consentito di offrire servizi a terze parti: pur continuando a rivestire il ruolo di obbligati principali, essi sottopongono i dettagli delle transazioni che devono essere regolate per conto della propria clientela. CLS Bank non entra però in nessun rapporto con i terzi utilizzatori, per cui l'eventuale mancato adempimento da parte di uno di essi delle obbligazioni nei confronti di un "settlement member" non produce conseguenze dirette per l'istituzione.

Il regolamento si articola in varie fasi

Nel sistema CLS il regolamento si articola in varie fasi<sup>10</sup>. All'inizio del processo i partecipanti inviano i dettagli delle operazioni da regolare,

<sup>9</sup> Le prossime valute a far parte del sistema dovrebbero essere corona svedese, corona norvegese, corona danese, dollaro di Hong Kong, dollaro neozelandese e dollaro di Singapore.

<sup>10</sup> Il presente studio si limita ad analizzare il caso dei partecipanti diretti. Per una descrizione più dettagliata del processo di regolamento nel sistema CLS, si veda anche Bronner (2002).



normalmente entro le 00:00 C.E.T. del giorno di regolamento. Sulla base di tutte le istruzioni ricevute, CLS Bank calcola quindi per ogni partecipante la posizione debitoria/creditoria netta in ogni valuta e alle 6:30 C.E.T. redige uno schema orario di pagamento per ogni partecipante. I pagamenti a CLS Bank sono effettuati tra le 7:00 e le 12:00 C.E.T., nel rispetto di rigorose scadenze orarie. Almeno una parte di questo lasso di tempo rientra nell'orario operativo di sei dei sette sistemi RTGS utilizzati per effettuare pagamenti da e verso CLS Bank. In Australia i pagamenti CLS avvengono durante una speciale sessione serale del sistema dei pagamenti. Ogni partecipante diretto detiene presso CLS Bank un unico conto multivalutario, suddiviso in sottoconti per ciascuna delle sette valute. Il sistema regola ogni transazione a valere su tali conti, accreditando l'acquirente per la valuta in acquisto e addebitando contemporaneamente la controparte per la valuta in vendita. I pagamenti tra partecipanti diretti e CLS Bank sono effettuati attraverso il sistema di pagamento locale, utilizzando il conto che CLS Bank detiene per ogni valuta presso la rispettiva banca centrale.

Il sistema CLS opera una netta distinzione tra il regolamento delle transazioni e la fornitura di fondi, ovvero il trasferimento di valuta tra partecipanti diretti e CLS Bank. Le transazioni tra i partecipanti sono regolate su base *lorda* sui conti di CLS, mentre le banche aderenti devono finanziare unicamente le proprie posizioni *nette* sui conti intrattenuti da quest'ultima presso la banca centrale.

È probabile che il sistema CLS avrà importanti ripercussioni per le banche attive sui mercati valutari. La concezione stessa del sistema, e in particolare gli schemi di finanziamento, potrebbero generare elevati guadagni di efficienza. Secondo le simulazioni condotte da CLS Bank, in periodi normali circa il 90% di tutte le operazioni in cambi potrebbe essere regolato in meno di un'ora. Tuttavia, questi vantaggi avranno come contropartita un aumento delle pressioni sulla gestione della liquidità delle banche, a causa della rigidità dei

L'impatto di CLS sui mercati valutari



tempi previsti per i pagamenti e del fatto che un gran numero di operazioni sarà regolato al di fuori del normale orario operativo, in particolare per alcune valute.

#### *CLS elimina il rischio di regolamento?*

Una questione fondamentale riguarda gli effetti prodotti da CLS sui rischi connessi con il regolamento valutario. Al fine di comprendere tali effetti, è utile analizzare il potenziale impatto del sistema sulle due componenti del rischio di regolamento, ovvero il rischio di credito e il rischio di liquidità.

Il rischio di credito  
viene eliminato ...

CLS permette di annullare il rischio di credito ad eccezione di circostanze decisamente estreme. Nel caso di inadempienza di una controparte, i partecipanti diretti non subiscono in genere perdite di capitale. Il meccanismo utilizzato da CLS a questo scopo si basa sul principio PVP e sulla regola del saldo contabile positivo. Conformemente a tale regola, i partecipanti diretti devono presentare in ogni momento un saldo complessivo (che consideri cioè l'insieme delle valute) non negativo sui conti detenuti presso CLS Bank<sup>11</sup>. L'idea sottostante è che, nel caso di inadempienza di un aderente, CLS Bank non risulti in posizione creditoria nei suoi confronti e disponga pertanto di fondi sufficienti a pagare gli altri partecipanti.

Al fine di evitare che i saldi complessivi diventino negativi a causa di andamenti sfavorevoli dei tassi di cambio durante il processo di regolamento, CLS Bank si avvale di due meccanismi. In primo luogo, essa applica degli "scarti" ai tassi di cambio utilizzati per calcolare il saldo complessivo di ogni aderente<sup>12</sup>. Gli scarti riducono il valore positivo delle posizioni lunghe dei partecipanti e aumentano il valore negativo delle loro posizioni corte. In secondo luogo, gli eventuali saldi negativi nelle singole valute sono soggetti all'applicazione di limiti, che riguardano ciascuna divisa di regolamento<sup>13</sup>.

... eccetto in casi  
decisamente  
estremi

Ciononostante, nel sistema permane un certo rischio di credito residuale, nella misura in cui sussiste la possibilità che CLS Bank presenti un'esposizione creditoria nei confronti di un partecipante inadempiente e che per gli aderenti "superstiti" scattino le obbligazioni previste nel quadro di uno schema per la ripartizione delle perdite. Ciò potrebbe verificarsi soltanto in circostanze eccezionali, nel caso in cui l'entità del saldo negativo in una o più valute del partecipante insolvente si associ a un movimento infragiornaliero dei relativi tassi di cambio talmente ampio che gli scarti non sono più sufficienti a garantire che il saldo complessivo della banca inadempiente resti positivo. In questo caso estremo, l'ammontare dovuto da CLS Bank ai partecipanti potrebbe eccedere quello aggregato in valuta da essa detenuto. Al fine di proteggersi da una tale eventualità, CLS Bank prevede dispositivi di

---

<sup>11</sup> Ciò equivale a dire che, nel complesso, i "settlement members" non possono presentare scoperti di conto infragiornalieri. Alla fine di ogni giornata, il loro saldo sui conti presso CLS Bank sarà comunque pari a zero.

<sup>12</sup> Uno scarto rappresenta la differenza tra il valore di mercato di un titolo e il suo valore di garanzia (CSPR, 2001).

<sup>13</sup> Si tratta dei cosiddetti "limiti alle posizioni corte". CLS Bank impone altresì limiti complessivi a tali poste, che rappresentano il massimale consentito al totale delle posizioni corte. I limiti complessivi si applicano a ciascun partecipante al regolamento.

ripartizione delle perdite tra i partecipanti “superstiti”<sup>14</sup>, che le dovrebbero permettere di reperire le risorse necessarie senza dover ricorrere a fonti esterne.

Gli effetti sul rischio di liquidità sono più complessi. In primo luogo, relativamente alle transazioni già regolate sui libri di CLS Bank, sono previsti particolari schemi che permettono alla società di perfezionare i pagamenti nel caso di inadempienza di un partecipante debitore. La regola del saldo contabile positivo garantisce la disponibilità di fondi sul conto di tale partecipante. Essa si applica tuttavia all'insieme delle valute, e non a ognuna di esse. Pertanto, non è detto che CLS Bank sia in grado di pagare gli altri partecipanti nelle divise dovute. Per ovviare a tale difficoltà, la società ha concordato con importanti operatori privati facilitazioni di liquidità, che le consentono all'occorrenza di effettuare swap di valuta.

Se è vero che il sistema CLS riduce significativamente il rischio di liquidità, le facilitazioni previste non sono tuttavia sufficienti ad eliminarlo completamente per le transazioni regolate, e questo per vari motivi. In primo luogo, tali facilitazioni sono limitate. I loro ammontari sono collegati ai massimali sui saldi negativi nelle singole valute, in modo tale per cui il meccanismo è quantomeno in grado di far fronte all'inadempienza di un partecipante e di un fornitore di liquidità. Tuttavia, gli schemi previsti non sono necessariamente adeguati nel caso in cui nella stessa giornata si verificano più inadempienze. In tali estreme circostanze, CLS Bank potrebbe vedersi costretta a effettuare pagamenti ad alcuni membri in valute diverse da quelle dovute. Questo problema potrebbe in teoria essere acuito dalla possibilità concreta che i principali operatori sui mercati dei cambi siano *allo stesso tempo* partecipanti diretti e fornitori di liquidità in alcune valute. Per ovviare a questa eventualità, CLS dispone di risorse che le permettono di far fronte all'inadempienza del più grande partecipante diretto suo debitore, persino nel caso in cui questi si configuri anche come il maggiore fornitore di liquidità in ogni valuta.

CLS non garantisce di poter regolare tutte le transazioni ad essa sottoposte nel caso in cui un partecipante non ottemperi al pagamento nei tempi previsti. In tali circostanze, alcune transazioni potrebbero non essere regolate in giornata, e il calcolo dei saldi debitori e creditori degli altri aderenti dovrà essere rivisto di conseguenza. La possibilità di repentine modifiche ai tempi previsti per i pagamenti richiede da parte degli aderenti un elevato grado di sofisticatezza nella gestione della liquidità.

Per facilitare questo compito riducendo gli ammontari attesi degli esborsi, gli aderenti possono avvalersi di uno strumento chiamato “in/out swap”, che consente di abbinare un partecipante che si trovi ad essere contestualmente debitore e creditore nei confronti di CLS Bank per ingenti somme in una valuta con un altro che si trovi in posizione speculare. Tale strumento agevola l'attività di gestione della liquidità, ma reintroduce un elemento di rischio,

Previsti meccanismi per ridurre il rischio di liquidità ...

... ma non sono sufficienti a eliminarlo

---

<sup>14</sup> I partecipanti diretti conserveranno altresì in certa misura l'esposizione creditoria verso i rispettivi terzi utilizzatori. Tale questione non è trattata nel presente saggio (si veda la nota 10).

giacché le componenti “out” degli swap sono perfezionate attraverso i tradizionali mezzi di regolamento e, pertanto, soggette ai tradizionali rischi di regolamento.

Se da un lato il sistema CLS elimina in pratica il rischio di credito e riduce notevolmente il rischio di liquidità, dall'altro esso impone requisiti tecnici altamente sofisticati sia al sistema che agli aderenti. Ciò è particolarmente vero se si considera la rigidità dei tempi previsti per i pagamenti. Eventuali difficoltà operative presso una banca partecipante o un sistema di pagamento nazionale potrebbero avere importanti ripercussioni. L'introduzione di CLS modifica pertanto sia la natura delle potenziali fonti di problemi operativi, sia i canali di un loro possibile impatto. Inoltre, non si conoscono ancora gli effetti che i requisiti previsti per i pagamenti prioritari di grande ammontare avranno sui singoli sistemi RTGS nazionali e, di conseguenza, sul sistema bancario nel suo complesso.

## Conclusioni

Le turbative causate ai sistemi di pagamento dal collasso di Bankhaus Herstatt nel 1974 e la crescita dei mercati valutari hanno messo in evidenza le implicazioni sistemiche del rischio di regolamento. Negli ultimi due decenni varie iniziative sono state intraprese al fine di migliorare le capacità del sistema bancario di contenere tale rischio, principalmente accorciando l'intervallo tra le due fasi di una transazione e predisponendo meccanismi atti a ridurre i flussi di regolamento tra le controparti. Progressi significativi sono stati realizzati più di recente con l'avvio di CLS Bank, un servizio creato da operatori del settore privato, che offre agli aderenti il regolamento simultaneo di entrambe le contropartite di una transazione in cambi a valere sui conti della banca stessa.

Il sistema CLS potrebbe potenzialmente avere un impatto considerevole sul regolamento delle operazioni in cambi. Esso è strutturato in modo da ridurre significativamente i rischi di credito e di liquidità, e aumentare l'efficienza delle operazioni di regolamento. Tuttavia, una parte di questi rischi potrebbe non essere eliminata dal sistema bancario nel suo complesso. In particolare, per effetto delle rigide scansioni temporali previste, della tempestività richiesta per i pagamenti e dell'aggancio a sistemi RTGS situati in diversi fusi orari del pianeta, il sistema CLS potrebbe incentivare una più efficace gestione del rischio operativo e impegnare sempre più le grandi istituzioni e l'intero sistema bancario nel difficile compito di gestire la liquidità.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 2001*, marzo.

Bronner, M. (2002): “The CLS™ system: reducing settlement risk in foreign exchange transactions”, *Financial Stability Review*, Banca di Francia, novembre.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (1993): *Central bank payment and settlement services with respect to cross-border and multi-currency transactions*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, settembre.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (1996): *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, marzo.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (1998): *Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, luglio.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (2001): *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, luglio.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (2002): *Statistics on payment and settlement systems in selected countries*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, luglio.

Remolona, E., R. Cantor, M. Gaske, L. Hargraves, L. Schwartz e V. Stein (1990): "How safety nets work", *Central Banking*, estate.