

# Lo smobilizzo dei crediti



Prof. Avv. Francesco Caputo Nasseti

*Corso di Diritto Bancario*

Facoltà di Giurisprudenza - Università di Ferrara

# Avvertenza

- ❖ Il contenuto di questo documento presuppone la lettura e lo studio della materia trattata ed ha il solo scopo di riassumere i principali temi di analisi.
- ❖ Le informazioni contenute sono necessariamente sommarie e incomplete.

# Indice

---

- ❖ La successione nel credito
- ❖ La successione nel debito
- ❖ La cessione professionale di crediti di impresa
- ❖ Factoring
- ❖ Cessione dei crediti verso la pubblica amministrazione
- ❖ Confirming e forfaiting
- ❖ Cessione internazionale di crediti
- ❖ Cartolarizzazione dei crediti
- ❖ Auto-cartolarizzazioni
- ❖ Covered bond

## Ripassiamo la *cessione del credito* (1/2)

---

- Contratto consensuale ad **effetto reale** che si perfeziona nel momento in cui colui che ha fatto la proposta riceve l'altrui accettazione. Ha **effetto obbligatorio** se il credito è futuro. Se i crediti futuri nascono da rapporti esistenti e sono probabili (lavoro, locazione...) la cessione prevale sul pignoramento e procedure concorsuali purchè la cessione sia stata notificata o accettata prima del pignoramento o del fallimento anche se il credito è venuto ad esistenza entro un triennio successivo (art. 2918) (per poter opporre al fallimento del cedente la cessione il credito non solo deve essere sorto, ma deve essere anche divenuto esigibile prima del fallimento),
- La cessione è opponibile al debitore ceduto con l'accettazione o la notifica intesa come comunicazione (se il debitore ceduto ha comunque notizia della cessione e paga al cedente, paga male e non è liberato).

...segue

## Ripassiamo la *cessione del credito* (2/2)

---

- Anche in presenza di una **clausola che vieta la cessione** del credito, la sua cessione è valida ed efficace e trasferisce la titolarità del credito (fatte salve le ipotesi di mala fede del cessionario). Il cedente risponde al debitore ceduto per inadempimento della clausola che vieta la cessione.
- Tra più cessioni dello stesso credito prevale la cessione che per prima è stata accettata o notificata (*prior tempore potior iure*).
- Pro soluto (senza ricorso) o pro solvendo (con ricorso; di fatto sottoposta a condizione risolutiva). Se la cessione è a titolo oneroso il cedente risponde sempre dell'esistenza del credito.
- Il credito è trasferito con i privilegi, le garanzie personali e reali e con gli accessori.

# La cessione professionale di crediti di impresa (1/3)

---

- Regime speciale agevolato regolato dalla l. 52/91 che pone i seguenti requisiti:
  - a) il cedente deve essere imprenditore,
  - b) i crediti devono essere sorti dall'esercizio impresa,
  - c) il cessionario deve avere particolari requisiti a garanzia della sua affidabilità e solvibilità (capitale non inferiore a 5 volte capitale delle spa, sia una banca o intermediario finanziario, oggetto sociale preveda l'acquisto crediti di impresa).
- Se l'acquisto è occasionale non beneficia delle agevolazioni della l.52.

*...segue* →

## La cessione professionale di crediti di impresa (2/3)

- La sussistenza dei requisiti sopra descritti è presupposto per l'applicazione del regime speciale di favore che consiste in:
  - a) la cessione può avere come oggetto anche **crediti futuri** e crediti in massa anche **prima che siano stipulati i contratti dai quali sorgeranno**. Deve però **indicarsi il debitore ceduto ed il contratto da cui sorgerà il credito deve essere stipulato entro 24 mesi** (senza questi requisiti si ha nullità per indeterminatezza dell'oggetto);
  - b) il cedente garantisce la solvenza del debitore ceduto nei limiti del corrispettivo pattuito (in deroga all'art. 1267 cc che la esclude, salvo che sia prevista espressamente);
  - c) nuovo criterio di **opponibilità** agli aventi causa del cedente: basta il pagamento totale o parziale (anche simbolico) del corrispettivo se munito di data certa;

...segue →

## La cessione professionale di crediti di impresa (3/3)

- d) **il pagamento da parte del debitore ceduto fallito al cessionario non è assoggettabile a revocatoria fallimentare.** Lo stesso può essere assoggettato a revocatoria nei confronti del cedente se il curatore dimostra che questi conosceva lo stato di insolvenza del debitore ceduto. Il momento della conoscenza va individuato al momento del pagamento e non della cessione (disposizione anomala in quanto il cedente potrebbe essere chiamato a pagare al curatore somme mai percepite in quanto il ceduto ha pagato al cessionario e al momento della cessione il cedente non era a conoscenza dello stato di insolvenza);
- e) in caso di fallimento del cedente il curatore può far dichiarare **l'inopponibilità alla procedura** (non la revoca) delle cessioni provando che: **(i)** il cessionario conosceva lo stato di insolvenza del cedente quando ha eseguito il pagamento, **(ii)** detto pagamento sia stato eseguito nell'anno anteriore al fallimento, **(iii)** il pagamento sia stato eseguito prima della scadenza del credito ceduto. Inoltre il curatore può recedere dalle cessioni relative a crediti futuri restituendo il corrispettivo pagato dal cessionario.

# Factoring (1/4)

- Contratto atipico mediante il quale un imprenditore (cedente) trasferisce o si impegna a trasferire a titolo oneroso ad una società specializzata (il factor) i crediti presenti e futuri derivanti dall'esercizio dell'impresa nei confronti della propria clientela (debitori ceduti) a fronte di un corrispettivo (interessi sulle anticipazioni e commissione per amministrazione).
- Comprende due attività: una di **natura finanziaria** consistente nell'anticipazione parziale al cedente dell'importo del credito ceduto, e una di **natura amministrativa** consistente nella gestione, contabilizzazione e riscossione dei crediti ceduti. Una volta incassato il credito il factor è tenuto a corrispondere la somma al cedente dedotte eventuali anticipazioni. Se il debitore ceduto non paga il cedente deve restituire le somme ricevute in anticipazione.
- Inoltre il factor può garantire la solvibilità dei debitori ceduti nel caso di cessioni pro-soluto. In tal caso il factor dovrà comunque pagare (se già non aveva anticipato il pagamento) al cedente la somma a scadenza o entro un termine successivo alla stessa (in genere entro 120 giorni).

...segue

## Factoring (2/4)

---

- Il cedente deve a) fornire al factor tutte le informazioni, anche sopravvenute, relative alla solvibilità del ceduto, b) informare i debitori ceduti, c) consentire al factor ispezioni e controlli all'interno dell'azienda e sulle scritture contabili del cedente, d) consegnare la documentazione del credito incluso titoli di credito e garanzie.
- In genere vi è la clausola di esclusiva con la quale il cedente si obbliga a non cedere a terzi i propri crediti e a non dare mandato per la riscossione ad altri soggetti.
- La struttura del contratto è scomposta in un accordo quadro e nelle singole cessioni: secondo la prevalente giurisprudenza si tratta di un **unico contratto** con effetti reali se i crediti esistono al momento della conclusione del contratto o a effetti obbligatori se non esistono.

...segue →

## Factoring (3/4)

- Causa di scambio, di finanziamento, di mandato o di assicurazione? Il sinallagma nei contratti generalmente stipulati in Italia si basa sulla cessione dei crediti (causa scambio). La Cassazione definisce il factoring come una operazione complessa nella quale confluiscono elementi sia di finanziamento, sia di trasferimento dei crediti, sia di gestione della totalità dei crediti con prevalenza delle prime due funzioni. Altra tesi sostiene che la cessione dei crediti nel factoring non possa essere caratterizzata dalla causa vendendi in quanto incompatibile con l'obbligo assunto dal factor di restituire al cedente l'importo dei crediti una volta riscosso. La prevalente natura di mandato porta alcuna giurisprudenza ad escludere l'applicabilità della l.52/91 che avrebbe una causa di scambio. A sostegno della tesi che il factoring non è a causa di scambio il Tribunale di Genova ha evidenziato che gli interessi sulle anticipazioni non avrebbero senso se si trattasse ...

...segue

## Factoring (4/4)

---

- ...di prezzo della cessione e le commissioni per la gestione si giustificano soltanto se tali servizi sono resi per il cedente. Scegliere la causa di scambio o di mandato comporta importanti differenze in caso di fallimento del cedente: se la causa è riconducibile al mandato il factor deve restituire le somme incassate dai debitori ceduti dopo il fallimento; al contrario in caso di cessione potrà trattenere quanto riscosso in base a cessione anteriore al fallimento e si applica in pieno la l.52/91.
- Altra differenza che dipende dalla qualificazione causale riguarda lo scioglimento del contratto in caso di fallimento: se riconducibile al mandato, il contratto si scioglie ex art. 72 l.f., altrimenti se si considera prevalente la causa di scambio, vale la l.52/91.
- La causa più realistica è quella di finanziamento grazie anche all'inclusione del factoring tra le operazioni di prestito nel t.u.b.

# Cessione crediti verso pubblica amministrazione

- L'art. 69, r.d. 2440/23, prevede a) che la cessione avvenga per atto pubblico o scrittura privata autenticata e b) che sia notificata tramite ufficiale giudiziario per essere opponibile alla Pubblica Amministrazione.
- Il Codice dei contratti pubblici regola le cessioni di crediti verso la pubblica amministrazione relativi a **lavori, servizi e forniture** (art. 117, d.lgs. 163/06):  
(a) possono farsi esclusivamente a favore di banche ed intermediari finanziari <sup>P1</sup>  
(b) si applica la l. 52/91, (c) atto pubblico o scrittura privata autenticata, (d) notifica tramite ufficiale giudiziario, (e) possibilità di rifiutare entro 45 giorni con comunicazione da notificarsi al cedente ed al cessionario (salvo crediti derivanti da contratti di fornitura o somministrazione per i quali è prevista l'adesione della pubblica amministrazione), (f) possibilità di accettare anticipatamente la cessione contestualmente alla stipula del contratto da cui nasceranno i crediti per le forniture e servizi, (g) la pubblica amministrazione può sempre opporre le eccezioni nascenti dal rapporto sottostante. Il mancato rispetto dei citati requisiti inficia l'opponibilità, non la validità, della cessione.

# Confirming e forfaiting

- Entrambi hanno la funzione di consentire ad un esportatore di ottenere immediata liquidità a fronte di crediti vantati verso un importatore mediante trasferimento in capo all'impresa finanziatrice dell'onere e del rischio dell'incasso.
- Le Confirming House garantiscono il pagamento dell'importatore ed anticipano il credito a ricezione dei documenti di spedizione della merce e dei titoli rappresentativi del credito per consentirne la riscossione. La Confirming House stipula un contratto di assicurazione del credito con un intermediario finanziario.
- Il forfaiting si differenzia dal confirming per il fatto che l'esportatore effettua una vera e propria vendita delle cambiali emesse dall'importatore. Il forfaiter anticipa al netto degli interessi, commissioni e spese. E' simile allo sconto bancario, il quale però in genere è con ricorso, mentre il forfaiting in genere è senza ricorso. L'ammontare degli interessi è anche in funzione del rischio di cambio, del rischio paese, del rischio di credito dell'importatore: per tali motivi si è sostenuto che è più una vendita di cambiali che uno sconto.

## *segue* Forfaiting

---

- Il factoring riguarda tutti i crediti, mentre il forfaiting esclusivamente quelli all'esportazione. Inoltre, il forfaiting è a medio lungo termine, mentre il factoring generalmente a breve. Nel confirming e nel forfaiting vi è sempre l'anticipo, mentre può mancare nel factoring.
- Il forfaiting è espressamente previsto tra le attività ammesse al mutuo riconoscimento (art. 1, lett. f, tub).

# Cessione internazionale dei crediti

---

- La cessione internazionale dei crediti è regolata dalla l.260/93 che recepisce la Convenzione di Ottawa del 1988 in materia di factoring internazionale.
- La Convenzione si applica alle seguenti condizioni: a) che esista un contratto di factoring relativo a un credito derivante da vendita tra imprese aventi sede in Stati diversi, b) che una delle parti abbia uno stabilimento in uno degli Stati aderenti, c) o, in alternativa, il contratto di vendita o di factoring sia soggetto alla legge di uno Stato contraente.
- Fino a 4 soggetti coinvolti: esportatore, importatore, export factor e import factor. Solitamente la cessione all'import factor è pro-soluto. Altra variante è l'import factor con il quale l'esportatore cede direttamente all'import factor il credito.
- Il factor svolge almeno due delle seguenti funzioni caratteristiche: finanziamento, contabilità, incasso, assunzione del rischio di insolvenza del debitore ceduto.

# Cartolarizzazione (1/2)

---

- La l.130/99 detta una disciplina speciale per le operazioni che mirano allo smobilizzo di crediti pecuniari da un originator ceduti in blocco a favore di uno Special Purpose Vehicle (SPV) – direttamente o tramite un'ulteriore spv - che emette titoli garantiti dai crediti ceduti (abs, cdo, cbo, clo).
- Caratteristiche dello Spv: a) ha oggetto sociale esclusivo, b) deve possedere i requisiti delle 106, c) ammontare minimo capitale ridotto in quanto la garanzia degli investitori è nei crediti ceduti, d) deroga ai limiti civilistici previsti per l'emissione di obbligazioni (art. 2412 cc che limita il debito obbligazionario al doppio del capitale e riserve), e) patrimonio separato, f) i titoli emessi - atipici - sono strumenti finanziari, g) ritenuta 12,5%, h) opponibilità della cessione con la pubblicazione in GU (ergo le garanzie si trasferiscono senza formalità ulteriori).
- Diversi soggetti coinvolti (dealers, rating, servicer...).

...segue →

## Cartolarizzazione (2/2)

---

- La regola generale prevede che il debitore risponde con tutti i suoi beni.
- La l. 130 non chiarisce se i creditori possano estendere la loro azione esecutiva al residuo patrimonio del debitore.
- Banca d'Italia ha prescritto che i crediti ceduti ed i titoli emessi non figurano nello stato patrimoniale e gli interessi attivi e passivi non figurano nel conto economico della SPV.
- Modalità strutturali: cessione di crediti, fondo comune, finanziamento.

# Cartolarizzazione mediante cessione di crediti

---

- Processo di modernizzazione dell'istituto della cessione del credito (l. 52 cessione crediti d'impresa, l. 260 factoring internazionale, art. 58 Tub e l. 130) nato nel diritto giustiniano (non esisteva nel diritto romano e greco dove si usava la novazione).
- Efficacia cessione verso il ceduto in deroga art. 1264 c.c. L'esigenza di semplificare prevale rispetto all'interesse del debitore ceduto ad una effettiva conoscenza dell'avvenuta cessione. Il ceduto è esposto al rischio di dover pagare una seconda volta ignorando l'avvenuta cessione. Sostituzione del **criterio della conoscenza** effettiva con quello della **conoscibilità** derivante dalla pubblicazione sulla GU della cessione.
- Trasferimento automatico degli accessori del credito ceduto: senza bisogno di formalità o annotazione in deroga art. 2843 c.c.
- Efficacia verso terzi: dalla data di pubblicazione in GU la cessione è opponibile sia agli aventi causa del cedente che ai creditori del cedente.
- Regime fallimentare privilegiato: a) i pagamenti eseguiti dai debitori ceduti non sono revocabili, b) in caso fallimento del cedente o del cessionario il periodo sospetto è ridotto a 3 e 6 mesi.

## Qualificazione giuridica (1/4)

---

- Dal punto di vista strettamente giuridico non si ha la trasformazione di crediti in titoli di credito.
- 1° ipotesi ricostruttiva: gli **investitori prestano il denaro alla SPV per l'acquisto dei crediti**. Tale prestito è caratterizzato dal fatto che la SPV non risponde con tutto il suo patrimonio dell'obbligo di restituzione e pagamento interessi, ma solo con quella parte costituita dai crediti acquistati. I titoli emessi non sono titoli obbligazionari. In realtà con la cessione si ha solo una formale intestazione dei crediti alla Spv e non un reale ingresso degli stessi nel suo patrimonio. I "veri" titolari sono gli investitori e non la SPV solo formalmente intestataria.
- Si è in realtà di fronte ad una **nuova e diversa figura contrattuale che comprende oltre al trasferimento dei crediti anche la prestazione di fare consistente nell'attività di emissione dei titoli per procurarsi la somma di denaro per acquistare i crediti**. Contratto di servizi nel quale l'attività di emissione dei titoli assume rilievo causale.

...segue →

## Qualificazione giuridica (2/4)

- Dissociazione tra parte dell'atto (destinatario degli effetti giuridici) e soggetto economico dell'atto (destinatario del rischio economico).
- II° ipotesi ricostruttiva: **mandato senza rappresentanza** conferito dagli investitori alla SPV ad acquistare i crediti dall'originator. Quindi la somma proveniente dagli investitori non è un prestito, ma il corrispettivo per l'acquisto dei crediti. Gli investitori diventano contitolari indiretti pro-quota dei crediti.
- L'art. 3, II° comma, l. 130 che definisce gli investitori "creditori" della Spv non è in contrasto con la struttura del mandato. Gli artt. 1705, II° c, 1706, I° c e 1707 c.c. consentono al mandante di conseguire immediatamente la titolarità dei crediti acquistati dal mandatario in esecuzione del mandato. Ma l'efficacia traslativa propria del mandato non è immediata rispetto all'acquisto del credito, in quanto è sospesa fino alla decisione del mandante di rivelarsi al terzo. L'art. 1707 tutela il mandante in maniera identica all'art. 3, II° c l. 130. L'art. 1705, II° c, fa salvo il diritto di prededuzione del mandatario (art. 1721) e pertanto preclude il passaggio della titolarità dei crediti al mandante.

...segue →

## Qualificazione giuridica (3/4)

---

- Anche il passaggio diretto dell'art. 1706 si deve fermare di fronte al contenuto gestorio dei crediti e il mantenimento della titolarità formale dei crediti nella SPV è strumentale allo svolgimento del mandato. In pratica l'effetto traslativo al mandante non è voluto.
- La sottoscrizione dei titoli emessi dalla SPV dà luogo alla conclusione di un contratto gestorio complesso che comprende l'acquisto e la successiva gestione dei crediti in nome della SPV e per conto dei mandanti. Sarebbe impraticabile per la pluralità di mandanti provvedere direttamente alla gestione pro-rata dei crediti. Si tratta di un mandato gestorio unico con parte plurima (e non plurimi mandanti funzionalmente collegati) a formazione progressiva (continuata e non istantanea).
- III° ipotesi ricostruttiva: come visto in precedenza i titoli emessi dalla SPV non sono riconducibili allo schema del mutuo in quanto nessun soggetto si impegna a restituire la somma, ma vi sono soggetti che partecipano all'andamento di uno specifico affare. Ciò ricorda **l'associazione in partecipazione** (art. 2549). La tesi è criticabile in quanto la SPV non acquista i crediti come attività propria, cioè nel proprio interesse. Appare difficile sostenere che la SPV riceve un apporto e corrisponde una partecipazione agli utili che non gli spettano e non si può appropriare.

...segue

## Qualificazione giuridica (4/4)

---

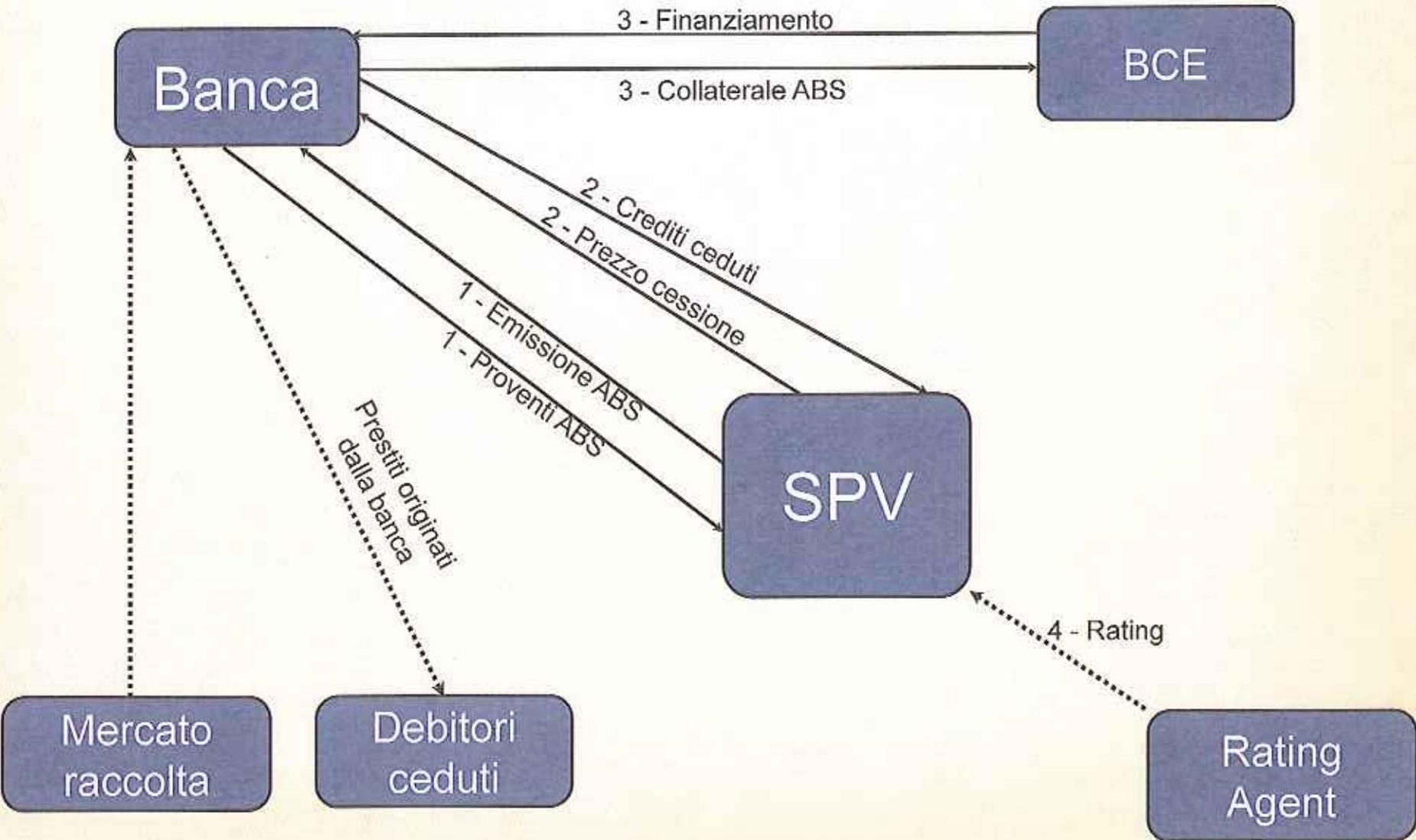
- IV° ipotesi ricostruttiva: cessione crediti a fondi comuni di investimento (art. 7, I° c, lett. B). Per aversi cartolarizzazione il fondo deve investire esclusivamente in crediti. Il sottoscrittore del fondo necessita di maggiore protezione in quanto la scelta degli investimenti rientra nella discrezionalità della società di gestione (che non a caso deve avere un patrimonio adeguato). Pertanto la l. 130 è applicabile quando compatibile con la l. 58/98 istitutiva dei fondi comuni. Viene meno la gestione dinamica e diviene conservativa. La forma del “fondo comune” viene ricondotta a quella della cartolarizzazione per identità funzionale con la struttura del mandato prima vista.
- V° ipotesi ricostruttiva: erogazione di un finanziamento da parte della Spv all'originator (art. 7, I° c, lett. A). Persegue obiettivi più limitati (liquidità, ma non di bilancio). Si usa anche quando i crediti non sono cedibili per diversi motivi. Anche in questo caso non si può ricorrere al mutuo, bensì al rapporto gestorio. Equivale ad una subparticipation.

# Auto-cartolarizzazione

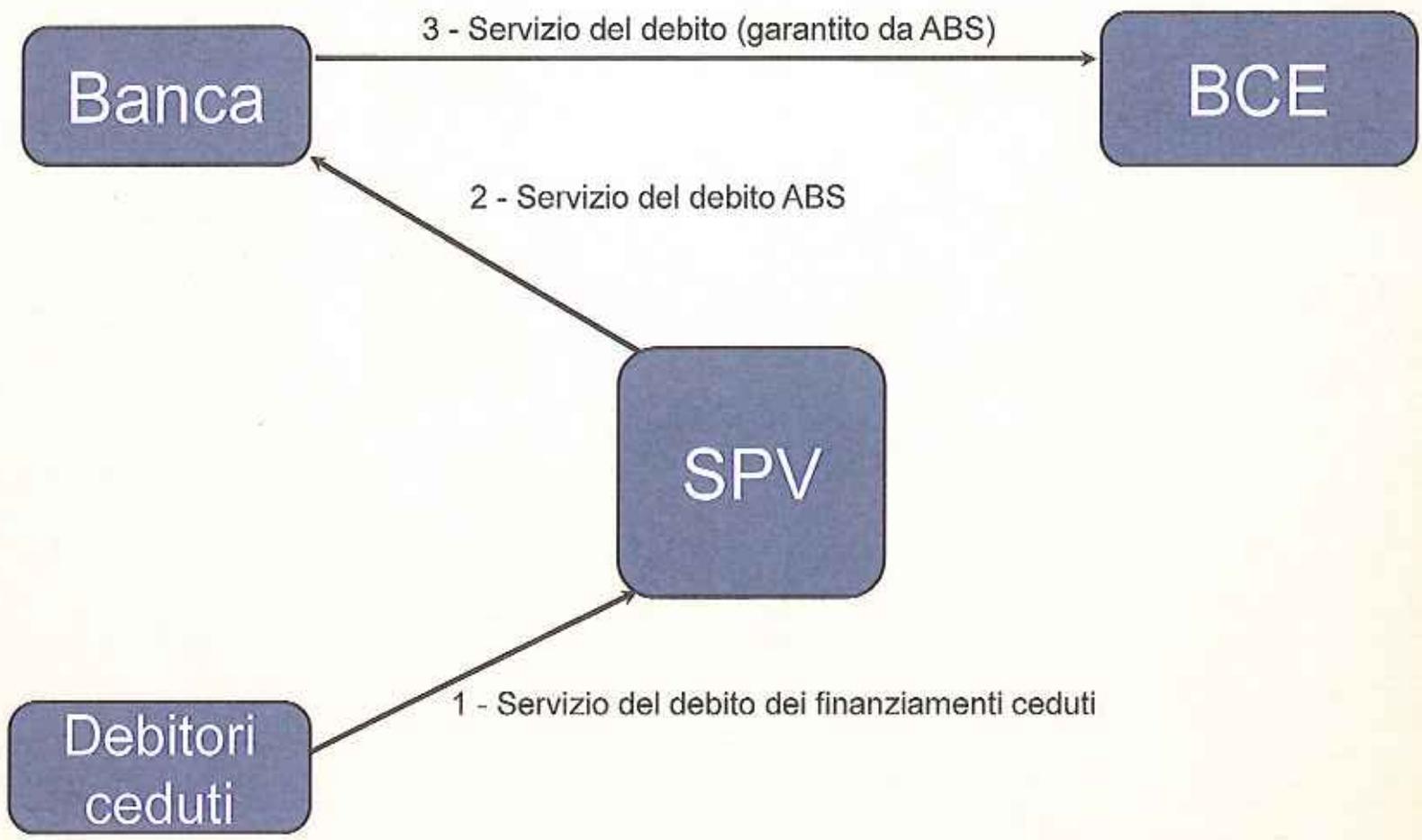
---

- Le banche utilizzano la tecnica della cartolarizzazione per “trasformare” parti del portafoglio crediti in titoli stanziabili presso la banca centrale come collaterale al fine di raccogliere la provvista.
- La banca costituisce e detiene la SPV, a cui vengono ceduti i crediti e ne acquista i titoli emessi. Dal punto di vista contabile e dal punto di vista del patrimonio l’operazione non produce alcun beneficio.
- I titoli ottengono un rating e la quasi totalità degli stessi viene utilizzata come collaterale presso la banca centrale.

# Auto-cartolarizzazioni



# Flussi di cassa

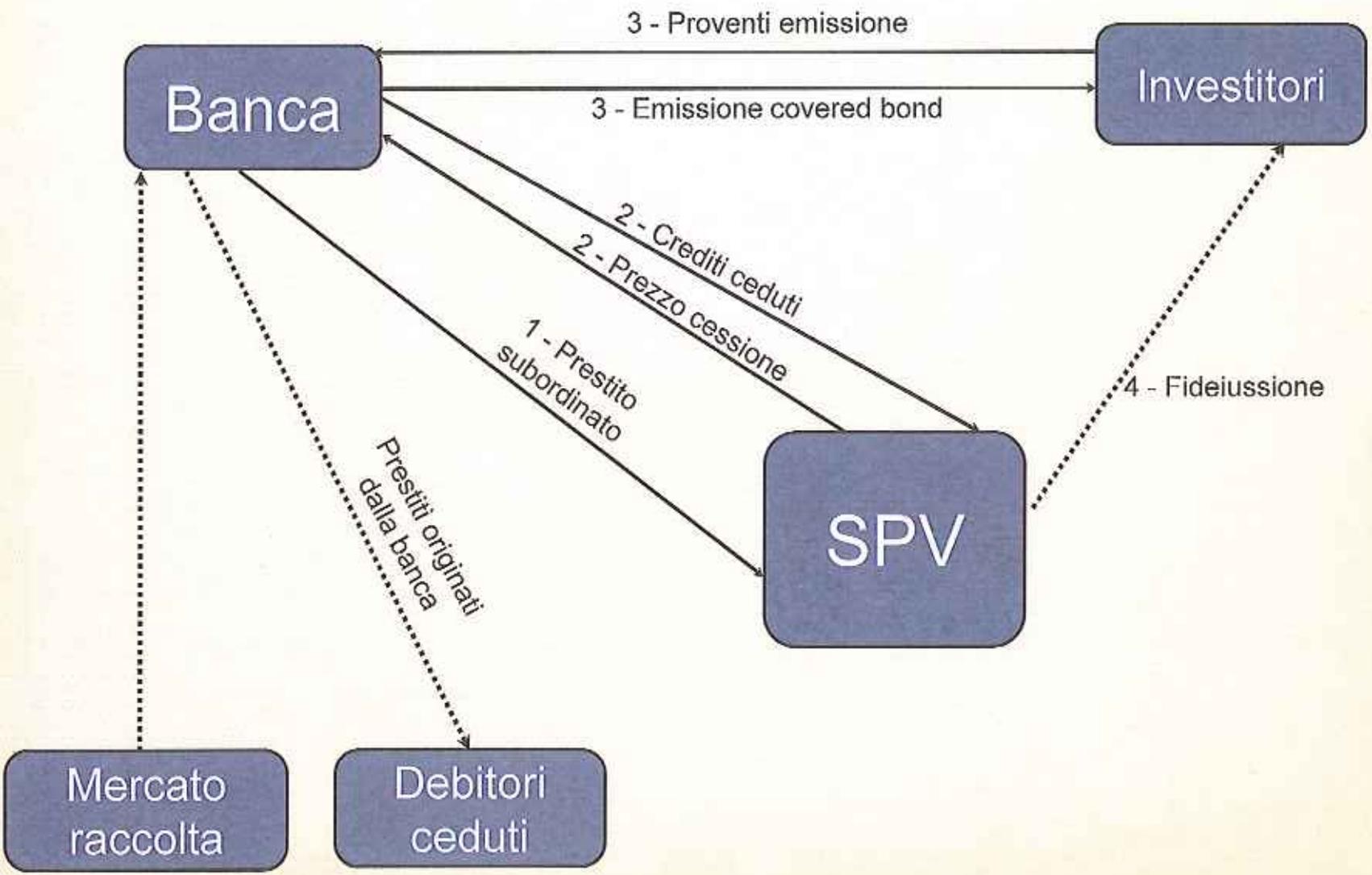


# Covered bond

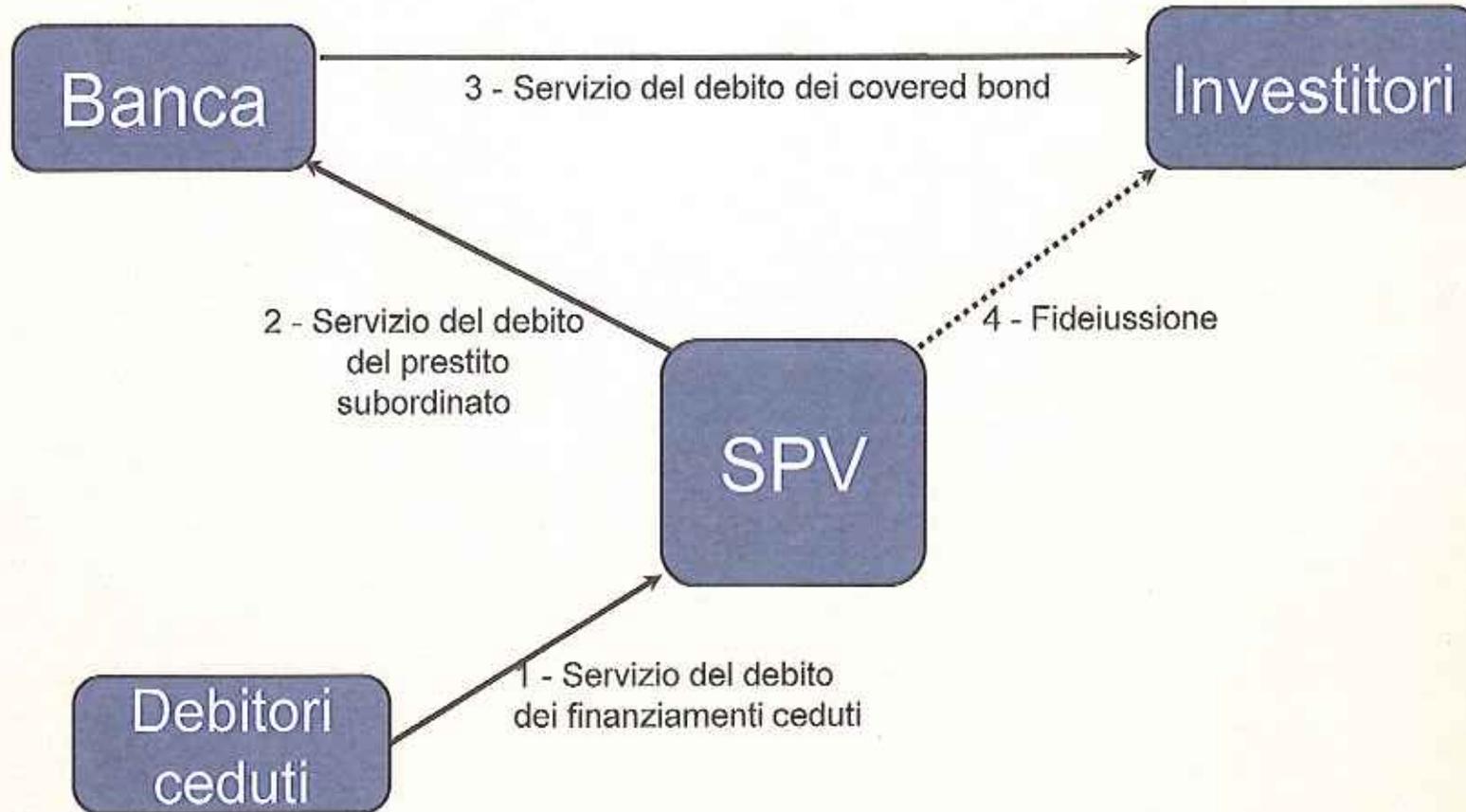
---

- **Covered bond:** obbligazioni emesse direttamente da banche garantite da crediti fondiari, ipotecari o verso la pubblica amministrazione o da titoli nascenti dalla cartolarizzazione di detti crediti, che costituiscono patrimonio separato. Ulteriore agevolazione è la deroga alle formalità della cessione dei crediti verso la pubblica amministrazione (senza atto notarile e senza notifica tramite ufficiale giudiziario).
- Data la qualità creditizia dei covered bond l'assorbimento patrimoniale è ridotto al 10%.

# Covered bond



# Flussi di cassa

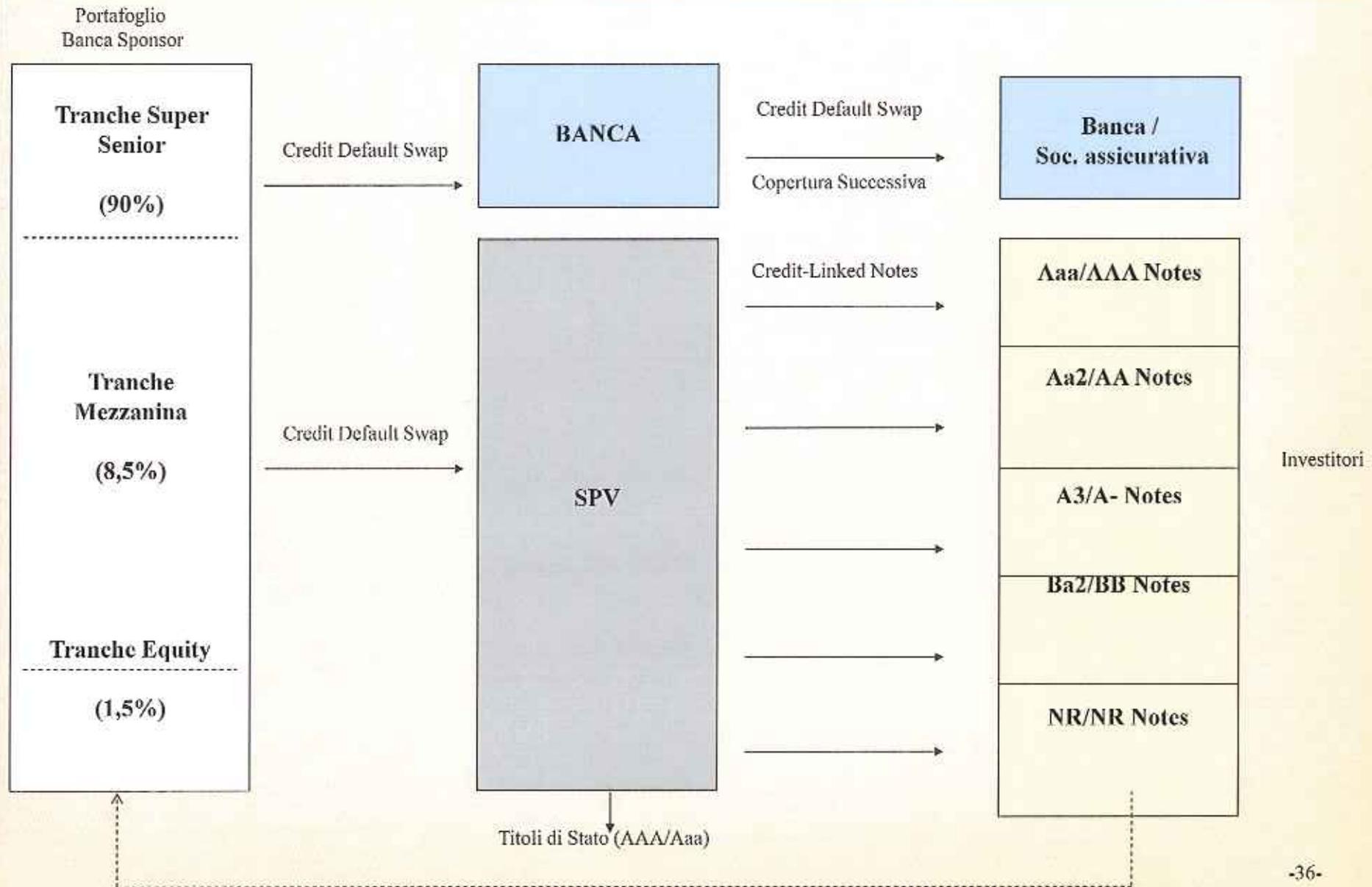


# Le cartolarizzazioni sintetiche

---

- I rischi di credito “escono” dal bilancio, mentre gli attivi sottostanti rimangono (differenza con securitizations “tradizionali”);
- Obiettivi principali della Banca:
  - Eliminazione dei rischi di credito della parte del portafoglio della Banca oggetto dell’operazione;
  - Riduzione del capitale economico regolamentare;
  - Aumento della capacità creditizia nei confronti delle controparti.

# Una struttura standard



# Suddivisione dei rischi del portafoglio

---

- Tranche equity: rappresenta la parte più rischiosa del portafoglio (la cosiddetta “prima perdita”) ed è solitamente ritenuta dalla banca sponsor. In essa è concentrata la massa di rischio del portafoglio cartolarizzato (o, quanto meno, la sua perdita attesa);
- Tranche mezzanina: essa viene solitamente suddivisa in tranche con diverse gradazioni di rischio e, quindi, differenti livelli di rating. A fronte di essa vengono emesse solitamente credit-linked notes destinate al pubblico degli investitori che sopportano i rischi connessi a perdite effettive di portafoglio superiori all’ammontare della tranche equity;
- Tranche super senior: rappresenta la tranche che ha il maggiore livello di *credit enhancement* (sottostante vi è sempre una tranche AAA). Il rischio di questa tranche viene trasferito dalla banca sponsor mediante una transazione *unfunded*, ovvero un *credit default swap*. La tranche super senior viene definita così, in quanto ha sotto di sé un livello di subordinazione tale da renderla soggetta solamente al cosiddetto “rischio catastrofe” (*catastrophic risk*)

# Esempi di Synthetic Securitisation

---

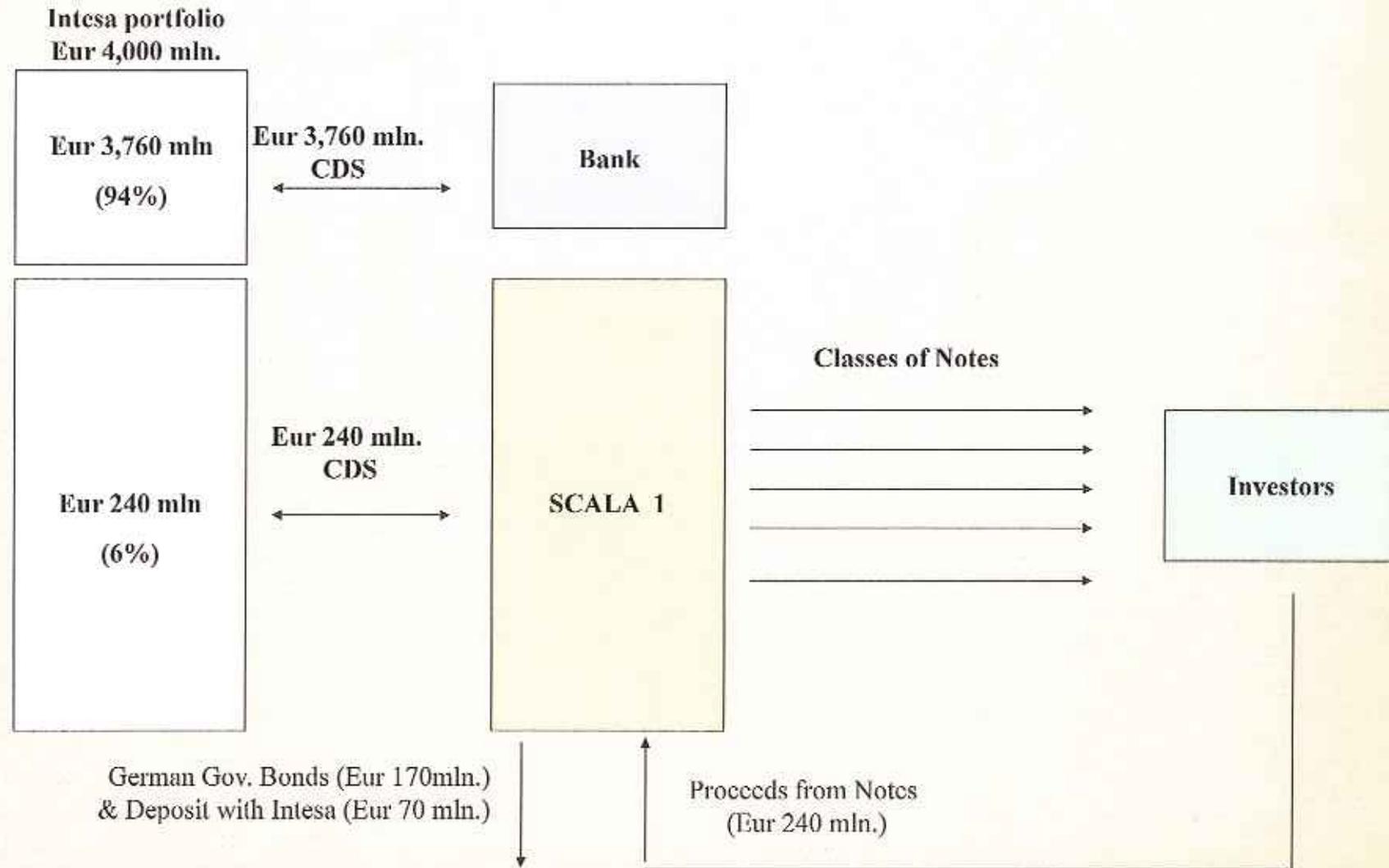
- Operazioni di bilancio:
  - Scala 1
  - Leonardo Synthetic
  - Verdi Synthetic
- Operazioni di arbitraggio:
  - Scala Synthetic 2
  - Scala Synthetic 3
  - Costantinus Eaton Vance CDO V

# “Scala 1”, “Leonardo” e “Verdi”

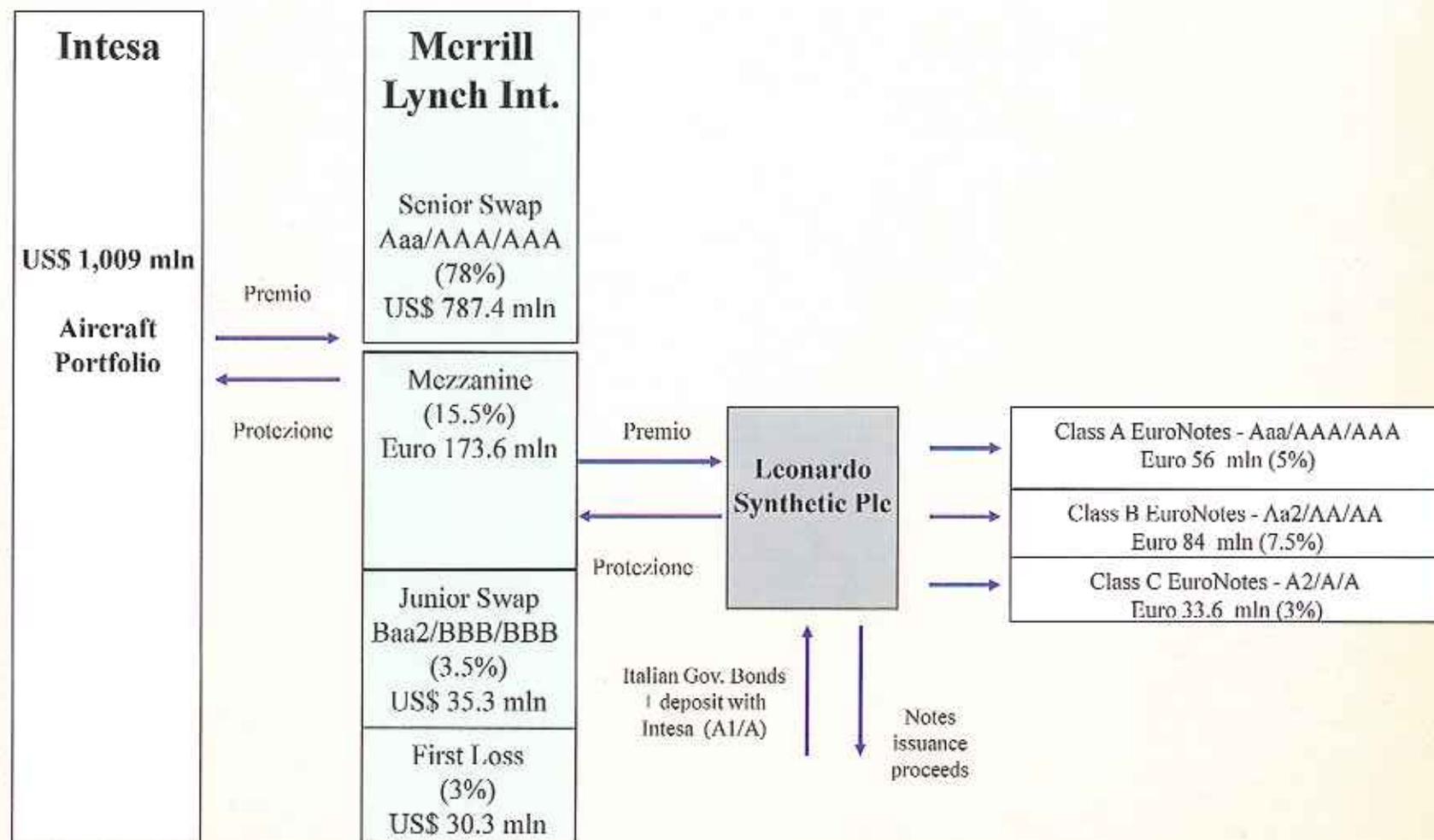
---

- Scala 1 (novembre 1999), Leonardo (maggio 2001) e Verdi (dicembre 2002) sono operazioni di synthetic securitizations pubbliche “di bilancio” realizzate su portafogli di esposizioni verso grandi clienti esteri e verso compagnie aeree:
- Obiettivi raggiunti:
  - Liberare rischio di credito;
  - Liberare capitale regolamentare (possibilità, quindi, di generare nuovi impieghi a livello di banca);
  - Ampliamento della possibilità di origination;
  - Visibilità della banca in questo segmento di finanza strutturata particolarmente innovativo:
    - Scala 1 rappresentava una delle operazioni più importanti in termini dimensionali in Europa;
    - Leonardo è la prima synthetic securitization mai realizzata su questa particolare tipologia di attivi;
    - Verdi è stata la più importante in termini di dimensione di questo tipo finalizzata in Europa nel 2002.

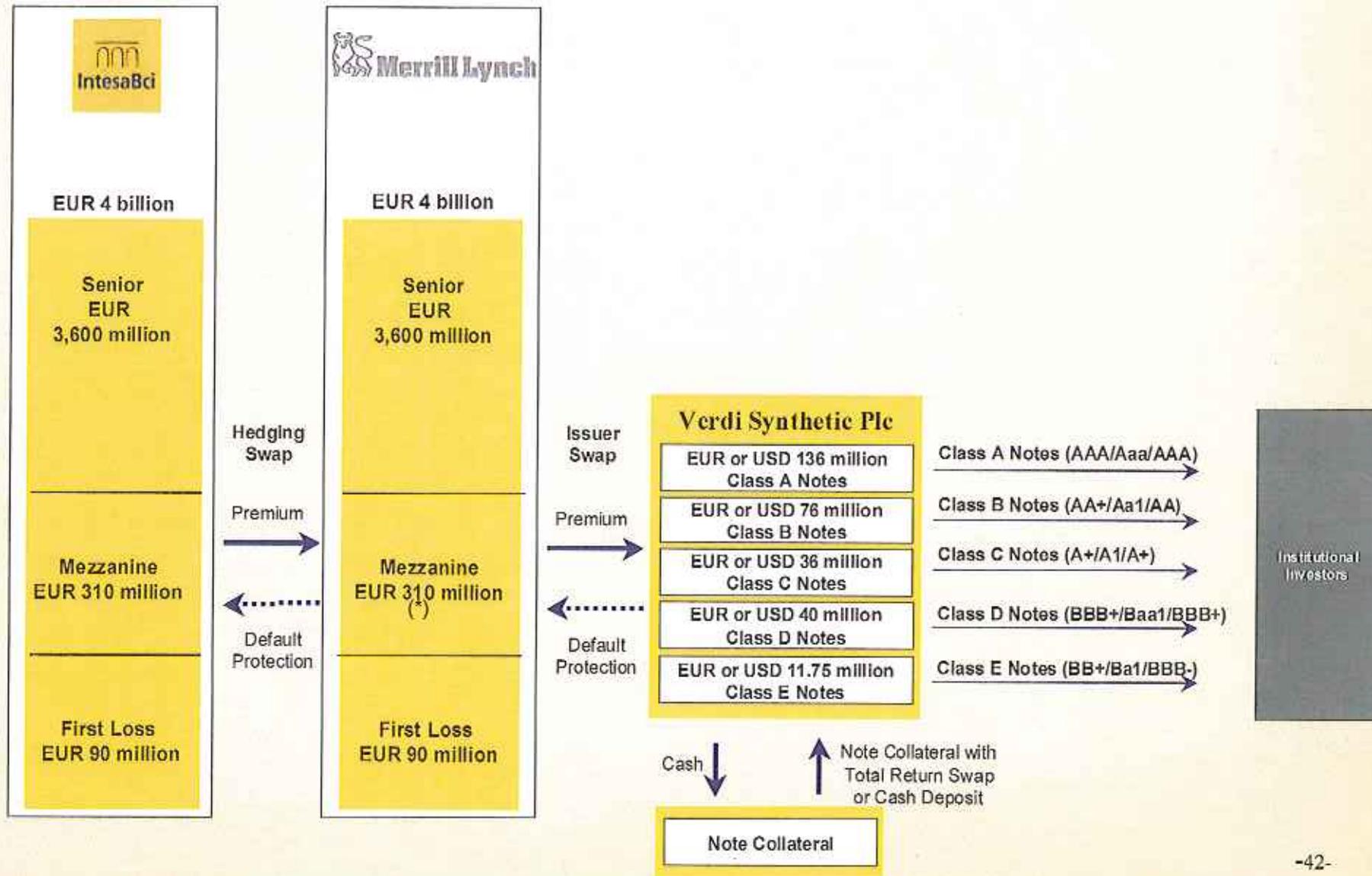
# Scala1 – operazione di bilancio



# Leonardo Synthetic – operazione di bilancio



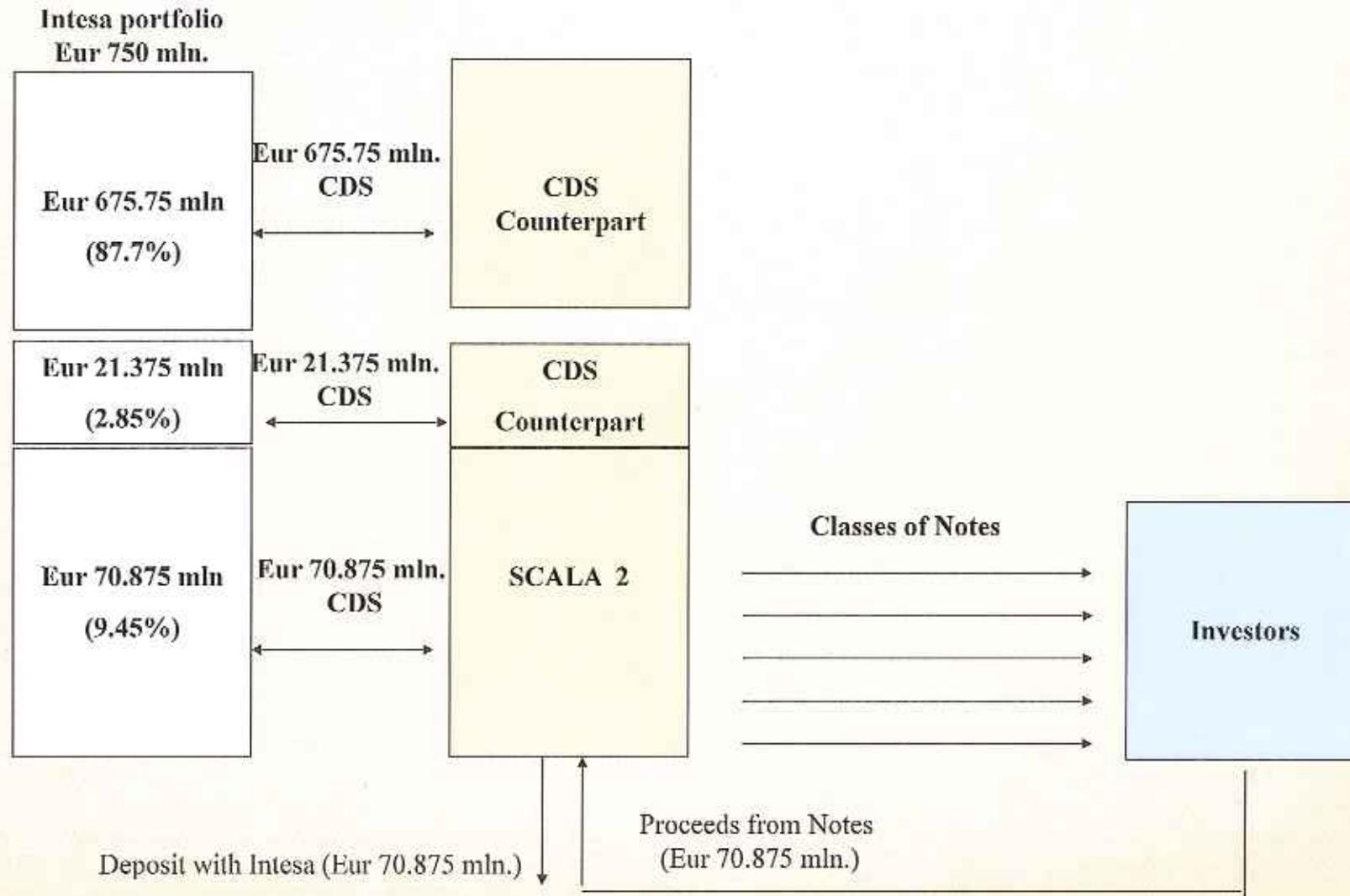
# Verdi Synthetic – operazione di bilancio



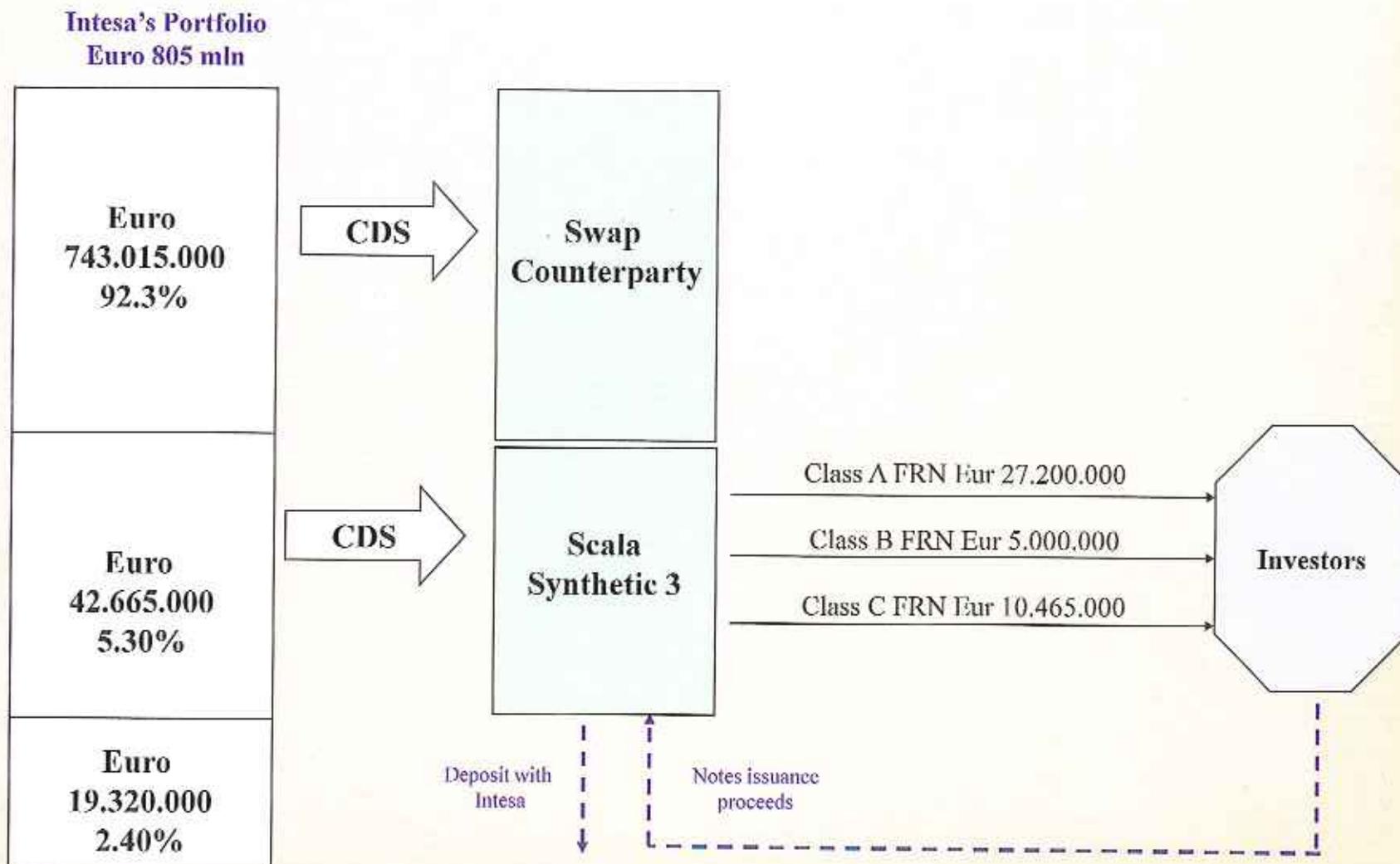
## Scala Synthetic 2 e Scala Synthetic 3

- Scala 2 (dicembre 2000) e Scala 3 (giugno 2001) sono operazioni di synthetic securitizations pubbliche “di arbitraggio” realizzate su portafogli di esposizioni in credit derivatives;
- obiettivi raggiunti:
  - focus sulla clientela nella creazione di prodotti strutturati ad hoc:
    - con Scala 2 si è strutturato un’operazione di synthetic securitization per un equity investor che desiderava ottenere un determinato profilo rischio-rendimento sulla base di un selezionato portafoglio di rischi di riferimento;
    - la struttura di Scala 3 è stata studiata, invece, per gli investitori del rischio mezzanino;
    - realizzazione di un profitto “locked-in” mediante operazioni di arbitraggio pari a circa € 12 milioni con un assorbimento di capitale minimo per la banca;
    - visibilità della Banca: Scala 2 è stata la prima operazione pubblica di arbitraggio mai realizzata in Europa su un portafoglio di credit derivatives.

# Scala Synthetic 2 – operazione di arbitraggio



# Scala Synthetic 3 – operazione di arbitraggio



## COSTANTINUS EATON VANCE CDO V

---

- Costantinus Eaton Vance CDO V (“Costantinus”) è un’operazione di *Cash Flow Collateralised Debt Obligation* su un portafoglio di finanziamenti in prevalenza garantiti da collaterale per un importo nominale di US\$ 500 mln;
- I *cash Flow Collateralised Debt Obligations* rappresentano l’ultima generazione di strutture di cartolarizzazione tradizionali. In base a tali operazioni, vengono acquistate sul mercato delle attività (di solito titoli o prestiti) utilizzando i proventi ottenuti tramite la cartolarizzazione. Il differenziale esistente tra il rendimento del portafoglio sottostante (Cash Flow) ed il costo della struttura nel suo complesso rappresenta una fonte di tutela aggiuntiva per gli investitori dei titoli emessi;

# COSTANTINUS EATON VANCE CDO V

