

Gli "Eurobond": cenni sulle caratteristiche e sulle prassi di mercato.

L'ordinamento conosce, se non una definizione di *Eurobond*, una nozione di "euro-valori mobiliari", con la quale si intendono, ai sensi dell'art. 3, lett. f), della direttiva n. 89/298/CEE (c.d. direttiva sul prospetto di offerta pubblica), "i valori mobiliari:

- che debbono essere assunti a fermo e distribuiti da un sindacato di cui almeno due membri abbiano sede in Stati diversi;
- che sono offerti in maniera significativa in uno o più Stati diversi da quello in cui ha sede l'emittente e
- che possono essere sottoscritti o inizialmente acquistati soltanto tramite un ente creditizio o un altro ente finanziario".

Si tratta, peraltro, di nozione più descrittiva di una realtà economica diffusa, che in grado di individuare un'area di operatività di una specifica e distinta disciplina. In via di fatto, gli *eurobond* (titoli di debito che in qualche modo coinvolgono, dal lato dell'emittente e del sindacato di collocamento, ovvero dal lato dei destinatari dell'offerta, più di uno Stato membro dell'Unione Europea) sono identificati da un codice ISIN¹ che si apre con la sigla XS².

L'emissione e la distribuzione iniziale di *eurobond* è un processo che si articola in diverse fasi, che sono in larga parte codificate da prassi di mercato ispirate da regole adottate su base volontaria.

Lo schema tipico utilizzato è in estrema sintesi il seguente:

- un soggetto (l'emittente) che intende emettere un prestito obbligazionario fornisce mandato ad uno o più intermediari (i *lead manager*)³ a studiare le caratteristiche di una emissione che possa incontrare i favori del mercato (relativamente in particolare a prezzo, cedola, quantitativo) e ad organizzare un sindacato di intermediari (*co-lead manager* o *manager*) che potranno sottoscrivere (o assumere a fermo i titoli) e/o distribuire gli stessi a investitori professionali. Si avvia la fase c.d. di origination del prestito da emettere. A volte, accanto all'emittente, esiste un garante dell'emissione. Con specifico riferimento alla realtà nazionale, in taluni casi, l'emissione, per quanto economicamente riconducibile ad una società italiana, è formalmente imputata ad una società veicolo appositamente costituita e stabilita al di fuori dei confini nazionali (spesso in Lussemburgo);
- i *lead manager* danno notizia al mercato di aver ricevuto il mandato dall'emittente. Ciò avviene generalmente attraverso la pubblicazione di un avviso su uno o più quotidiani economici ovvero sulla pagine di uno o più *information provider* normalmente consultati dagli operatori (*Bloomberg, Reuters, ecc.*);
- il *lead manager* "sonda" (pre-marketing) il mercato al fine di individuare l'importo del prestito e le condizioni (di prezzo, di tasso, ecc.) a cui tale prestito potrà essere emesso con successo. In questa fase, generalmente, i *lead manager* elaborano un documento in cui forniscono, in particolare, una loro valutazione del merito di credito dell'emittente (c.d. "*credit opinion*"), un giudizio, quindi, sulla capacità finanziaria complessiva

¹ Codice alfanumerico, attribuito in Italia dall'U.I.C., di univoca identificazione del titolo.

² Le emissioni "domestiche" sono invece identificate da un codice ISIN che si apre con la sigla IT.

³ Vista la connotazione internazionale delle emissioni di *eurobond* e il *know-how* pregresso, spesso *lead manager* sono grandi banche estere. Spesso i *lead manager* sono qualificati anche *book runner*, per porre in evidenza, l'attività di chi, incaricato di tenere il libro degli ordini, è il principale formatore e fornitore di prezzi sul titolo.

dell'emittente e sulla idoneità ad adempiere regolarmente gli obblighi finanziari assumendi.

Tale valutazione assume particolare rilievo nel caso di emissioni non assistite da un giudizio di rating espresso da apposite agenzie esterne (tipo Standard & Poor's, Moody's, Fitch/BCA, ecc.):

- allo stesso tempo, i *lead manager* iniziano ad individuare gli intermediari disposti a partecipare direttamente al sindacato, attraverso la sottoscrizione o l'acquisto a fermo di una quota dell'importo del prestito (c.d. "*co-lead manager*" o "*manager*");
- ciascun *co-lead manager* o *manager* inizia a prendere contatti con la propria rete di clienti istituzionali al fine di verificare la loro eventuale disponibilità ad acquistare successivamente la quota da essi sottoscritta o acquistata a fermo attraverso la partecipazione al consorzio di collocamento;
- la fase di *origination* si conclude con un incontro tra i *lead manager* e l'emittente, il c.d. "*price talk*", in cui la banca capofila presenta all'emittente i risultati della fase di studio dell'emissione e vengono fissate, in via meramente indicativa, alcune delle caratteristiche dell'operazione (dimensione, rendimento e struttura dei titoli);
- quindi il *lead manager* annuncia (di solito, dopo 10/15 giorni dal ricevimento del mandato) il lancio dell'emissione sui principali circuiti telematici (*Bloomberg*, *Reuters*, ecc.). Del lancio viene di norma data notizia, da parte dei *lead manager*, alle agenzie di stampa specializzate. Nell'annuncio del lancio viene indicato – oltre alla composizione di massima del sindacato di intermediari – quale sarà il rendimento, ancora indicativo, dei titoli offerti, espresso generalmente in termini di differenziale rispetto ad un titolo *benchmark* oppure rispetto al livello dei tassi *swap* di durata pari a quella dell'emissione;
- successivamente all'annuncio del lancio (anche a pochi minuti di distanza) si passa quindi al vero e proprio *pricing* e alla formazione ufficiale del consorzio, attraverso l'invito (*invitation telex*) da parte del *lead manager* agli altri membri e l'accettazione da parte di questi ultimi. Viene comunicato ai vari membri del consorzio il quantitativo dei titoli loro assegnato, nei limiti della disponibilità massima da ciascuno dichiarata. Sulla determinazione del prezzo incidono la presenza o l'assenza di un *rating*, oltrechè il tasso nominale d'interesse del titolo in relazione alla scadenza dello stesso;
- determinato il prezzo dell'emissione e tutte le altre caratteristiche del titolo, i *lead manager* dichiarano che il titolo è "*free to trade*"; generalmente ciò avviene già nella medesima data di lancio. Da questo momento iniziano solitamente ad essere pubblicate sulle pagine di *Bloomberg*, *Reuters*, ecc. offerte in vendita e in acquisto (*bid-ask*) dei vari intermediari: sia di quelli che partecipano al consorzio sia di altri investitori qualificati (banche, imprese di investimento). A questo punto, quindi, gli intermediari iniziano a comprare e vendere il titolo. La fase di mercato che si realizza dalla data di lancio a quella di primo regolamento (la data di primo regolamento, c.d. *closing*, è quella in cui avviene la consegna dei titoli da parte dell'emittente contro il pagamento del prezzo di emissione da parte dei partecipanti al relativo consorzio di collocamento) è denominata *grey market*⁴. Tutte le negoziazioni che si realizzano nella fase di *grey*

⁴ La "definizione" di *grey market* ora riportata è quella più diffusa. Peraltro, secondo alcuni autori, in senso proprio, con il termine *grey market* dovrebbero intendersi quell'insieme di transazioni, fra investitori professionali, che si realizzano fra l'annuncio del lancio e il momento del *pricing*.

market sono regolate, di norma, alla data di primo regolamento. Le negoziazioni che si realizzano in tale fase sono sostanzialmente sottoposte alla condizione che l'operazione (annunciata e lanciata) sia effettivamente posta in essere nei termini indicati. Se la capofila [*lead manager*], d'accordo con l'emittente, ritenesse opportuno ritirare il prestito entro la chiusura del collocamento, tutte le contrattazioni sarebbero prive di efficacia;

- nel periodo successivo al *pricing* il *lead manager* spesso svolge un'attività di sostegno e stabilizzazione del corso dei titoli;
- spesso l'emissione sull'euromercato è accompagnata dalla quotazione del *bond* presso la Borsa Valori di Lussemburgo. La particolare agilità delle procedure di quotazione in quel mercato regolamentato consentono l'ammissione fin dalla data di primo regolamento o in pochi giorni successivi. All'uopo, viene utilizzata l'*offering circular*, documento di per sé funzionale al *private placement* (ossia per illustrare agli investitori i termini dell'offerta agli stessi indirizzata). Anche in ragione dell'assenza di un obbligo di concentrazione degli scambi nella borsa lussemburghese, si registra, di fatto, che ben poche transazioni transitino su quel mercato, realizzandosi l'assoluta gran parte delle negoziazioni nel segmento *over the counter* (OTC);
- solitamente, alla data dell'*offering circular* (e quindi ormai allo spirare della fase di *grey market*) si sigla anche, il *subscription agreement*, accordo di sottoscrizione fra l'emittente ed il gruppo dei *manager*;
- la prassi prevede quali "conditions precedent" al *closing* (regolamento) di un'emissione, la consegna al *lead manager*, a beneficio anche dei *manager*, di "legal opinions" e di "auditors comfort letters"⁵ sull'emittente e sull'operazione. Gli intermediari subordinano il pagamento a favore dell'emittente al positivo esito delle stesse.

Alla luce dello schema sopra riportato, tratti caratteristici, di fatto, delle emissioni di *eurobond* sono dunque:

- assenza di un prospetto di sollecitazione, in quanto l'offerta dei titoli in discorso, a prescindere dalle modalità con le quali viene effettuata, è comunque destinata solo ad investitori professionali;
- normale presenza di un documento informativo (*offering circular*), redatto per l'offerta agli investitori professionali e i cui contenuti possono essere utilizzati anche come prospetto di quotazione nella Borsa Valori del Lussemburgo, all'approssimarsi della data di primo regolamento;
- esistenza di contrattazioni nella fase di *grey market* (dalla data di lancio dell'operazione alla data di primo regolamento), che anticipano il momento della sottoscrizione dei titoli (mercato primario vero e proprio), e, a maggior ragione, la quotazione sul mercato ufficiale. Le negoziazioni che intervengono nella fase di *grey market* hanno modalità del tutto simili a quelle tipiche di un "mercato secondario".

⁵ Le *comfort letters*, in particolare, consistono in attestazioni, rilasciate da società di revisione incaricate, circa la coerenza fra le informazioni contenute nell'*offering circular* e le scritture contabili interne dell'emittente.