

Quanto piacciono le notes dematerializzate

Con la recente emissione di un'obbligazione subordinata (Tier 2), UnipolSai Assicurazioni spa., fresca di opa per il delisting e promessa sposa della sua controllante Unipol Gruppo spa, ha scommesso sulla nuova struttura di emissione di obbligazioni (notes) sui mercati internazionali in forma dematerializzata e accentrate presso Monte Titoli. A seguito della Brexit e al conseguente progressivo abbandono del diritto inglese come diritto di riferimento per le emissioni internazionali, questa struttura da dicembre 2022 a oggi ha conosciuto una notevole e rapida diffusione tra le banche italiane. Ora, anche una compagnia assicurativa ha potuto saggiare la convenienza e il minor costo di un'emissione internazionale in forma dematerializzata rispetto alle costose strutture di diritto inglese che per (quasi) 60 anni hanno dominato la scena. Innanzitutto a convincere gli emittenti sono i costi, sensibilmente minori. Tipicamente le notes emesse sui mercati internazionali erano in forma cartacea (global note) e sono ammesse alla circolazione sui sistemi di Euroclear/Clearstream. Secondo la nuova struttura, le notes sarebbero emesse in Italia (e non a Londra), in forma dematerializzata (e non cartacea) ed accentrate (non solo ammesse alla circolazione) presso Monte Titoli, oggi Euronext Securities. Questo comporta diversi vantaggi per l'emittente, tra cui il non dover più dipendere dalle ponderose global notes in formato cartaceo (da custodirsi fisicamente nel ca-

DI FEDERICO MORELLI*

veau del paying agent), il poter fare a meno di tutta una serie di contratti (quali deed of covenant, trust deed, complessi agency agreement che disciplinano anche l'autenticazione della note inglese da parte del paying agent locale) e il poter semplificare di molto il processo, stante la maggior snellezza delle procedure di Monte Titoli.

Al tempo stesso, per gli aspetti esteriori dell'emissione (vale a dire la forma della documentazione e le sedi di quotazione) non sarebbero previste variazioni rispetto alla prassi consolidata di mercato, in quanto il prospetto continuerebbe a essere predisposto in lingua inglese, con le informazioni nel medesimo ordine che il mercato già conosce e si attende, e le sedi di quotazione coinvolte rimarrebbero le solite, con la facoltà per l'emittente di radicarvi la competenza alla revisione del prospetto. Anche il ricorso al codice Isin «IT», come i mercati hanno ampiamente dimostrato, non ha alcun impatto sul pricing dei titoli. Ma soprattutto la struttura in questione permette di ridurre i costi occulti derivanti dai rischi legali connessi ad un'emissione di diritto inglese. Infatti, a tendere, post Brexit ci saranno sempre meno giudici inglesi con una competenza specifica sul diritto comunitario (non trovando più applicazione nel Regno Unito), tuttavia i prospetti continuerebbero ad essere redatti sulla base del diritto co-

munitario (Regolamento Prospetti) e resterebbero soggetti alle normative (comunitarie) Mifid e Mar. Quindi il costo del rischio legale è crescente e potenzialmente molto elevato. Inoltre, ai fini del settlement del titolo, un'ulteriore riduzione dei costi deriverebbe dalla possibilità di interagire con il proprio usuale contatto in Monte Titoli anziché con Euroclear/Clearstream con cui è più difficile relazionarsi, sussistendo un canale comunicativo solo via mail e con tempi non rapidi. Persino con riferimento al programme/subscription agreement i mercati sembrano maturi per affrontare serenamente la questione circa la clausola sulla scelta della legge applicabile e sul foro competente, che ben potrebbero prevedere l'applicabilità della legge italiana e la competenza di un tribunale italiano, ovvero, meglio ancora, di un collegio arbitrale composto da esperti della materia, anche per uniformità e coerenza con tutta la documentazione relativa all'emissione. E sul punto la Camera Arbitrale di Milano, ma non solo, offre da tempo servizi di altissima qualità giuridica. In conclusione, il settlement rapido e senza intoppi dell'emissione del subordinato di UnipolSai testimonia ancora una volta l'affidabilità e la convenienza della struttura dematerializzata anche per i soggetti non bancari e ne conferma il carattere di nuovo standard di mercato. (riproduzione riservata)

*partner dello studio legale Cappelli Rcccd