

LE ASTE DEI TITOLI DI STATO

INTRODUZIONE

I metodi di collocamento di un'attività finanziaria non sono diversi da quelli utilizzati per altri beni.

La vendita può avvenire per:

- Asta pubblica, al fine di garantire l'accesso a una vasta platea di investitori e mantenere un elevato grado di competizione e trasparenza;
- Collocamento tramite consorzio, dove l'emittente si accorda sulle condizioni di emissioni con un gruppo di banche.

Da molti anni, il Tesoro italiano ha privilegiato il metodo dell'asta pubblica per le emissioni sul mercato interno.

SVOLGIMENTO DI UN'ASTA DI TITOLI DI STATO

L'asta viene effettuata presso la Banca d'Italia, Amministrazione Centrale – Servizio Operazioni di Banca Centrale – Divisione del Debito Pubblico, alla presenza di un funzionario della Banca medesima e di un funzionario (detto ufficiale rogante) del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), che rappresenta il Ministro ed è responsabile della regolarità dell'asta.

Le domande degli **operatori abilitati** vengono inviate per via telematica¹, utilizzando la Rete Nazionale Interbancaria. Ogni operatore può presentare fino a un massimo di 3 domande per ogni titolo offerto entro le ore 11.00² del giorno d'asta, termine oltre il quale il sistema respinge automaticamente le domande³. Ogni operatore può correggere più volte la propria richiesta sovrapponendola alla precedente: il sistema considererà valida l'ultima domanda pervenuta in tempo utile.

Le domande inoltrate sul circuito telematico, per mantenere la riservatezza dei dati, appaiono codificate sullo schermo di ricezione installato presso la Banca d'Italia e possono essere decodificate solo dopo le ore 11.00 da parte di un funzionario della Banca d'Italia incaricato dell'asta tramite un'apposita "chiave informatica". In tal modo, si avvia una serie di operazioni automatiche, che porta alla stampa in chiaro delle proposte di ogni operatore e alla produzione di un tabulato riepilogativo in cui le richieste sono riportate in ordine decrescente di prezzo o crescente di rendimento.

Il prospetto riepilogativo generale costituisce parte integrante del verbale d'asta, che è sottoscritto dall'ufficiale rogante e dal funzionario della Banca d'Italia e riporta gli esiti dell'asta medesima e le circostanze che ne hanno caratterizzato lo svolgimento. Inoltre, viene diramato il comunicato stampa contenente le notizie di maggior interesse per il mercato sui risultati dell'asta.

Sono previste procedure di emergenza di *recovery* nel caso in cui un operatore si trovi di fronte al mancato funzionamento della propria postazione informatica. In questo caso tale operatore

¹ Negli anni passati le aste dei titoli di Stato si sono svolte con il sistema della presentazione delle domande in busta chiusa. A partire dal 1994 per i titoli a medio-lungo termine e dal 1995 per i BOT è stata introdotta la possibilità di presentare le domande anche per via telematica, utilizzando la Rete Nazionale Interbancaria. Attraverso tale rete, inoltre, la Banca d'Italia comunica a tutti gli operatori finanziari abilitati le caratteristiche delle emissioni ed il calendario delle operazioni di collocamento. Dopo un periodo transitorio di circa un anno, necessario per adeguare le procedure informatiche degli operatori, si è totalmente abbandonato il sistema delle domande in busta chiusa a favore di quelle per via telematica. Si sono così abbreviati enormemente i tempi di svolgimento dell'asta, consentendo di conoscerne i risultati 10-15 minuti dopo la sua chiusura.

² Fino al 27 giugno 2000, tale orario limite era fissato alle ore 13.00.

³ I giorni in cui si svolgono le aste sono prestabiliti nel **calendario annuale** delle emissioni diffuso dal MEF.

deve avvertire telefonicamente il funzionario della Banca d'Italia incaricato dell'asta e farsi autorizzare dall'ufficiale rogante a trasmettere via fax la propria domanda, che verrà inserita nel sistema informatico a cura del funzionario della Banca d'Italia.

Nel caso in cui il problema informatico suddetto fosse risolto in tempo utile per l'asta, dopo l'invio del fax di *recovery* da parte dell'operatore, non sarà comunque considerata valida una domanda trasmessa per via telematica.

Sono previste procedure di *recovery* anche in caso di malfunzionamento dell'intera rete informatica, che si applicano con le seguenti modalità.

Qualora nei 30 minuti che precedono il termine ultimo per la presentazione delle domande dovesse verificarsi una completa indisponibilità della rete o del centro informativo della Banca d'Italia, i funzionari del Tesoro e della Banca d'Italia che presenziano l'asta provvedono a concedere una proroga del suddetto termine. Tale proroga, che non può slittare oltre i 30 minuti successivi al ripristino del collegamento, viene tempestivamente resa nota sui principali circuiti informativi.

Nel caso in cui l'interruzione dovesse protrarsi oltre le ore 17.00, spetta al Ministro dell'Economia e delle Finanze decidere come procedere e le sue decisioni sono comunicate con le stesse modalità sopra descritte.

Per i titoli di Stato a medio-lungo termine e per i BOT a sei e dodici mesi è prevista una riapertura riservata agli [Specialisti in titoli di Stato](#). L'importo massimo offerto nella riapertura dei BOT è pari al 10% dell'emissione ordinaria, mentre per i titoli a medio-lungo termine è pari al 25% del quantitativo offerto nella 1ª tranches di ogni nuovo titolo e al 10% per le successive riaperture⁴.

Dal 13/1/2005 il Tesoro ha esteso la riapertura fino alle ore 15.30 del giorno lavorativo successivo a quello dell'asta pubblica⁵. Il regolamento dell'asta supplementare avviene con la stessa data valuta dell'asta ordinaria, secondo il calendario stabilito a inizio anno.

REGOLAMENTO DELLE ASTE

I giorni in cui si effettuano gli annunci e si svolgono le aste e le operazioni di regolamento sono prestabiliti nel [calendario annuale](#) delle emissioni diffuso dal MEF. Al momento dell'annuncio dei quantitativi di volta in volta posti all'asta, si precisa a quale specifico titolo si riferisce il singolo regolamento.

Per i BOT, la data di regolamento segue di 3 giorni lavorativi quella di svolgimento dell'asta e coincide solitamente con la data di scadenza dei titoli corrispondenti, al fine di facilitarne il reinvestimento.

Per i titoli a medio-lungo termine il regolamento avviene 2 giorni lavorativi dopo l'asta. Quando la data di regolamento non coincide con quella in cui cominciano a maturare gli interessi del titolo (la cosiddetta "data di godimento"), i sottoscrittori pagano al Tesoro i relativi dietimi di interesse⁶.

Per tutti i titoli, il regolamento avviene per mezzo del Sistema Centralizzato dei Pagamenti della Banca d'Italia, attraverso il quale si determina per ciascun sottoscrittore il saldo di cassa e la posizione in titoli.

⁴ Tali percentuali, ormai standard, sono fissate nel decreto di emissione e, ove si manifestassero particolari ragioni di opportunità, potrebbero variare. Fino alle aste di metà ottobre 1998, la quota standard era del 10% anche per la prima tranches dei titoli a medio-lungo termine.

⁵ Per le riaperture d'asta dei titoli emessi prima di questa data il termine massimo per la presentazione delle domande era le ore 12.00 del giorno successivo all'asta pubblica.

⁶ Interessi cedolari maturati nell'intervallo di tempo intercorrente tra la data di godimento e quella di regolamento del titolo.

TIPOLOGIE DI ASTE

Il Tesoro utilizza tre tipi di aste:

- **l'asta competitiva in termini di rendimento** per i **BOT**;
- **l'asta marginale** senza prezzo base per i **CTZ**;
- **l'asta marginale** con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa per i **BTP**, **CCT** e **BTP€**.

Asta competitiva in termini di rendimento⁷

L'asta competitiva prevede che ogni richiesta degli operatori abilitati rimanga aggiudicataria al rendimento proposto. Ogni operatore può presentare al massimo 3 richieste differenziate nel rendimento di almeno un centesimo di punto. La richiesta minima è di 1,5 mln di Euro, mentre l'importo massimo richiedibile è pari al quantitativo offerto dal Tesoro in asta.

Vengono soddisfatte in primo luogo le domande ai rendimenti più bassi e poi in ordine crescente le altre, fino al completo esaurimento della quantità offerta.

Per evitare che il rendimento medio ponderato di aggiudicazione sia influenzato negativamente da domande formulate a rendimenti non in linea con quelli di mercato, viene calcolato un rendimento minimo accoglibile (o rendimento di salvaguardia). Analogamente, viene calcolato un rendimento massimo accoglibile (o rendimento di esclusione), per escludere dalle aste le domande speculative. Le modalità di calcolo di tali rendimenti sono illustrate nel seguente esempio:

ESEMPIO DI ASSEGNAZIONE DI BOT IN ASTA

Non sono ammesse all'asta richieste senza indicazione del rendimento o che presentino un rendimento negativo o nullo.

Secondo quanto stabilito con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, l'intermediario deve garantire – alla clientela che sottoscrive i titoli in asta – l'applicazione del prezzo medio ponderato risultante dalla stessa asta.

Asta marginale

L'asta marginale prevede che i richiedenti rimangano aggiudicatari tutti allo stesso prezzo, detto prezzo marginale. Ogni operatore può presentare al massimo 3 richieste differenziate nel prezzo di almeno un centesimo di punto. La richiesta minima è di 500.000 Euro, mentre l'importo massimo richiedibile è pari al quantitativo offerto dal Tesoro in asta.

Il prezzo marginale viene determinato soddisfacendo le offerte partendo dal prezzo più alto fino a quando la quantità domandata non è pari a quella offerta. Il prezzo dell'ultima domanda che rimane aggiudicataria determina il prezzo marginale.

Per evitare domande speculative viene calcolato un prezzo di esclusione, al di sotto del quale le domande di sottoscrizione non sono prese in considerazione. Il prezzo di esclusione si calcola

⁷ Le aste competitive in termini di rendimento sono state istituite per i BOT a partire da aprile 2009. Fino a quella data i Buoni Ordinari del Tesoro erano collocati tramite aste competitive in termini di prezzo.

sottraendo 200 punti base al prezzo medio ponderato calcolato con il procedimento illustrato nell'esempio. Limitatamente a questo fine, per il calcolo del prezzo medio ponderato non vengono prese in considerazione le offerte presentate a prezzi superiori al "prezzo massimo accoglibile", determinato con le seguenti modalità:

- a) nel caso di domanda totale superiore all'offerta, si determina il prezzo medio ponderato delle richieste che, ordinate a partire dal prezzo più elevato, costituiscono la seconda metà dell'importo nominale in emissione; nel caso di domanda totale inferiore all'offerta si determina il prezzo medio ponderato delle richieste che, sempre ordinate a partire dal prezzo più elevato, costituiscono la seconda metà dell'importo domandato;
- b) si individua il "prezzo massimo accoglibile" aggiungendo due punti percentuali al prezzo medio ponderato di cui al punto a).

Asta marginale discrezionale

L'asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa (compresa in un intervallo di emissione precedentemente annunciato) prevede che i richiedenti rimangano aggiudicatari tutti allo stesso prezzo, detto prezzo marginale. L'ammontare collocato è determinato escludendo le offerte formulate a prezzi ritenuti non convenienti sulla base delle condizioni di mercato. Ciascun operatore può formulare sino ad un massimo di tre offerte, ciascuna ad un prezzo diverso e per un importo non inferiore a 500.000 euro di capitale nominale. Ciascuna offerta non deve essere superiore all'importo in emissione; eventuali offerte di ammontare superiore verranno accettate limitatamente all'importo medesimo.

I prezzi indicati varieranno di un importo minimo di un centesimo di euro; eventuali variazioni di importo diverso vengono arrotondate per eccesso. L'importo minimo sottoscrivibile è di mille euro.

Nel caso che le offerte al prezzo marginale non possano essere totalmente accolte, si procede al riparto pro-quota, con i necessari arrotondamenti.