

INTRODUZIONE

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze e' autorizzato, di anno in anno, ad emanare decreti che consentano di effettuare operazioni di indebitamento sul mercato interno od estero nelle forme di prodotti e strumenti finanziari a breve, medio e lungo termine, indicandone l'ammontare nominale, il tasso di interesse o i criteri per la sua determinazione, la durata, l'importo minimo sottoscrivibile, il sistema di collocamento.

I metodi di collocamento dei titoli di Stato sono riconducibili:

- a) all'asta pubblica;**
- b) al collocamento per il tramite di un consorzio.**

Il sistema delle aste rappresenta, dal 1975, il principale meccanismo di emissione dei titoli di Stato domestici. L'asta, infatti, date le sue caratteristiche, e' il meccanismo piu' idoneo al perseguimento degli obiettivi di trasparenza e regolarita' che stanno alla base delle modalita' con le quali il Tesoro accede ai mercati per il collocamento dei titoli denominati in Euro.

Il sindacato o consorzio di collocamento, per l'esperienza maturata negli ultimi anni, viene utilizzato sia per il lancio di nuovi titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'Euro cosi' come per il lancio di nuovi *benchmark* con scadenza superiore ai 10 anni, ossia titoli caratterizzati da un ammontare circolante di elevatissime dimensioni in termini di valore nominale (oltre 20 mld. euro).

IL COLLOCAMENTO MEDIANTE ASTA

L'asta si svolge presso la Banca d'Italia alla presenza di un funzionario del Ministero dell'Economia.

Ogni asta e' disciplinata da un apposito decreto del Ministro dell'Economia

I titoli oggetto di asta sono:

- * i titoli a breve termine (BOT, a 3, 6 e 12 mesi e "flessibili");
- * i titoli a medio e lungo termine (CTZ, BTP, BTEi, CCT).

Le domande, inviate per via telematica, devono pervenire entro le ore 11,00 del giorno dell'asta. Ogni operatore puo' correggere una o piu' volte le richieste e il sistema considerera' valida l'ultima domanda pervenuta in tempo utile.

Sono ammessi a presentare domande in asta:

- a) le banche italiane, comunitarie ed extra comunitarie iscritte all'albo tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB);
- b) le societa' di intermediazione mobiliare italiane (Sim) e le imprese di investimento comunitarie ed extra comunitarie iscritte all'albo tenuto dalla Consob ai sensi del testo unico delle leggi in materia di intermediazione finanziaria (TUIF).

Ogni operatore ammesso a partecipare alle aste puo' presentare sino ad un massimo di tre richieste a prezzi differenziati.

I giorni di effettuazione delle aste e le operazioni di relativo regolamento sono stabiliti da un calendario di emissione diffuso dal Ministero dell'Economia a fine anno per l'anno successivo (vedi oltre).

Al momento dell'annuncio dell'asta o pochi giorni dopo viene precisato il quantitativo offerto.

Le aste di uno specifico titolo possono venire riaperte in tempi successivi (per i titoli a medio e lungo termine le riaperture possono succedersi anche nei 12 – 18 mesi successivi al collocamento della prima *tranche*).

L'obiettivo che in tal modo si persegue consiste nell'ampliare il quantitativo in circolazione di ciascun prestito. In tal modo si determinano titoli c.d. *benchmark*. La dimensione del prestito e' ritenuta una buona approssimazione del suo livello di liquidita'.

La periodicità delle aste

La politica di emissione del Tesoro è finalizzata a garantire la liquidità di tutti gli strumenti e a rafforzare la presenza del debito pubblico italiano nei portafogli internazionali, senza trascurare le esigenze degli investitori residenti, istituzionali e al dettaglio

A tale scopo è fondamentale il ricorso ad un calendario delle emissioni. Esso si sostanzia in più comunicazioni che il Ministero dell'Economia propone al mercato. Esse riguardano:

Nel caso dei titoli a breve termine

La comunicazione dell'asta (data di svolgimento, tipo titoli, quantità offerta)

Lo svolgimento dell'asta (il 3° giorno lavorativo successivo)

Il regolamento dell'asta (il 3° giorno lavorativo successivo al preced. annuncio)

Il risultato dell'asta viene riportato sulla G.U. con apposito decreto MEF.

Nel caso dei titoli a medio e lungo termine

La 1° comunicazione d'asta (data di svolgimento, tipo titoli, loro caratteristiche)

La 2° comunicazione d'asta (il 2° giorno successivo: riguarda la quantità offerta)

Lo svolgimento dell'asta (il 3° giorno lavorativo successivo al 2° comunicato)

Il regolamento dell'asta (il 2° giorno lavorativo successivo).

Viene formulato e divulgato un programma di emissione a cadenza trimestrale nel quale sono indicati i nuovi *benchmark* e le date di godimento dei nuovi titoli (solo successivamente vengono comunicate le caratteristiche tecniche)

La periodicità delle aste

	Asta di metà mese	Asta di fine mese
Bot flessibili e a 3 mesi	Emissione legata alle esigenze di cassa	
BOT 6 mesi		XXX
BOT 12 mesi	XXX	
CTZ 24 mesi		XXX
BTP 3 anni		XXX
BTP 5 anni	XXX	
BTP 10 anni		XXX
BTP 15 e 30 anni	2' tranche: sono offerti nell'arco del mese in relazione alla domanda espressa dal mercato	
CCT 7 anni		XXX
BTPei		2' tranche in relazione alla domanda del mercato

Tipologie di asta

Il Ministero dell'Economia ricorre a due tipi di asta:

a) all'ASTA COMPETITIVA senza prezzo base nel caso dei BOT a 3, 6 e 12 mesi; in funzione delle esigenze del Tesoro e' possibile si svolgano aste su BOT emessi con scadenze diverse/intermedie (p.e. 2 mesi, 290 giorni, 9 mesi e mezzo) rispetto a quelle canoniche, c.d. "BOT flessibili"

b) all'ASTA MARGINALE senza prezzo base per i titoli a medio e lungo termine.

L'asta competitiva

L'asta competitiva prevede che ogni richiesta venga aggiudicata al prezzo proposto.

Ogni operatore puo' presentare al massimo 3 richieste differenziate tra loro per almeno un millesimo di euro. Non sono ammesse richieste senza indicazione di prezzo.

La richiesta minima formulabile e' pari ad 1,5 milioni di euro; l'importo massimo richiedibile e' pari al quantitativo offerto in asta.

Le offerte vengono soddisfatte a partire da quelle presentate a prezzo piu' alto fino ad esaurimento della quantita' offerta. Per richieste presentate con prezzo superiore a 100 il prezzo considerato e' 100.

Con l'espressione PMP si intende il Prezzo medio ponderato di assegnazione, cioe' il prezzo al quale vengono assegnati i Bot a tutti coloro che ne hanno fatto richiesta con domande risultate soddisfatte (in tutto o in parte). PMP scaturisce dalla media dei prezzi delle domande risultate assegnatarie ponderata per le rispettive quantita'.

L'intermediario aggiudicatario in asta paga al Tesoro il prezzo richiesto. I titoli vengono assegnati alla clientela ad un prezzo unico pari a quello medio ponderato (PMP).

L'intermediario partecipa all'asta in conto proprio e si assume il rischio di pagare un prezzo di assegnazione maggiore del PMP.

A fronte di tale rischio stanno le commissioni pagate dalla clientela.

In cambio della facolta' di decidere i prezzi di partecipazione all'asta, l'intermediario si assume il rischio di dover consegnare il quantitativo di titoli richiesto dal cliente (per importi minimi di 1.000 euro o multipli di 1.000 euro), anche se in asta non risulta assegnatario.

Le commissioni a carico della clientela sono fissate con Decreto del Ministro dell'Economia.

**Esse sono pari allo 0,05% per BOT di durata inferiore ad 81 giorni;
allo 0,10% per durate tra 81 e 170 giorni,
allo 0,20% per durate tra 171 e 330 giorni,
allo 0,30% per durate maggiori di 330 giorni.**

Al fine di poter agevolmente comprendere la sopra richiamata definizione delle diverse tipologie di prezzo, si riportano di seguito le formule per il calcolo del rendimento dei Bot noto il prezzo e del prezzo noto il rendimento.

Alcune formule per il calcolo del prezzo/rendimento dei BOT

Dato il prezzo lordo P il rendimento semplice lordo (i) e' pari a:

$$(1) \quad (i) = \frac{(100 - P) * 36000}{P * gg}$$

Con gg = giorni di durata (vita residua) del BOT dalla valuta dell'asta (o del regolamento sul mercato secondario) esclusa alla data di scadenza del titolo compresa

Dato il rendimento semplice lordo (i), il prezzo lordo P e' pari a:

$$(2) \quad P = \frac{36000 * 100}{36000 + (i * gg)}$$

Il regime fiscale dei BOT prevede la tassazione anticipata dell'interesse, pari a (100 - P), all'aliquota del 12,5%; da cui

$$(100 - P) * 0,125 = T$$

Ne consegue che, dato il prezzo netto Pn, il rendimento netto (in) e' pari a:

$$(3) \quad (in) = \frac{(100 - (P + T)) * 36000}{(P + T) * gg}$$

e che il prezzo netto (Pn), dato il rendimento netto (in) e' pari a:

$$(4) \quad Pn = \frac{36.000 * 100}{36000 + (in * gg)}$$

Esemplificazione dello svolgimento di un'asta competitiva relativa ad un'emissione di BOT semestrali (di durata 182 giorni) per complessivi 1.000 milioni di euro.

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantità' cumulata	Rendimento lordo semplice
A	80	97,72	80	4,615
B	120	97,71	200	4,636
C	150	97,70	350	4,656
D	220	97,65	570	4,760
E	100	97,63	670	4,801
F	100	97,61	770	4,843
G	230	97,60	1.000	4,864

a) Prezzo di assegnazione

Ciascun operatore risultato assegnatario paghera' il prezzo richiesto.

Così: A paghera' per gli 80 milioni di BOT acquistati 97,72 e otterra' un rendimento del 4,615%; D paghera', per i 220 milioni chiesti e dei quali e' risultato assegnatario, 97,65, corrispondente ad un rendimento del 4,76%. Infine G, paghera' il prezzo piu' basso, 97,60 e otterra' il rendimento piu' alto, 4,864%.

b) Calcolo del prezzo medio ponderato di assegnazione (PMP)

Tuttavia, nei confronti de clientela, per conto della quale hanno partecipato all'asta, gli intermediari potranno applicare un unico prezzo, uguale per tutti: il prezzo medio ponderato (PMP). Tale prezzo scaturisce dalla media dei prezzi delle domande risultate aggiudicatarie ponderati per le rispettive quantita':

$$\text{PMP} = \frac{80 \times 97,72 + 120 \times 97,71 + 150 \times 97,70 + 220 \times 97,65 + 100 \times 97,63 + 100 \times 97,61 + 230 \times 97,60}{80 + 120 + 150 + 220 + 100 + 100 + 230}$$

$$\text{PMP} = 97,653 = 97,65, \text{ corrispondente ad un rendimento del } 4,76\%$$

Ma non sempre le cose sono così semplici

Esemplificazione dello svolgimento di un'asta competitiva relativa ad un'emissione di BOT semestrali (di durata 182 giorni) per complessivi 1.000 milioni di euro.

In presenza di una domanda complessiva superiore all'offerta e di domande formulate a prezzi anomali (particolarmente alti e particolarmente bassi), di seguito, per ciascuna domanda, sono indicati:

la quantità domandata da ciascun operatore (espressa in milioni di euro),

il prezzo offerto,

la quantità domandata cumulata,

il rendimento semplice lordo corrispondente alla domanda del singolo operatore.

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantità' cumulata	Rendimento lordo semplice
A1	40	99,50	40	0,994
A2	80	97,72	120	4,615
B	120	97,71	240	4,636
C	150	97,70	390	4,656
D	220	97,65	610	4,760
E	100	97,63	710	4,801
F	100	97,61	810	4,843
G	180	97,60	990	4,864
H	200	97,60	1190	4,864
L	100	97,30	1290	5,844
M	30	97,28	1320	5,970
N	30	97,01	1350	6,096
TOTALE	1350		1350	

Tenuto conto della definizione di PMP (vedi sopra pag. 10), e posto che:

*** con l'espressione PMP1 deve intendersi il prezzo medio, ponderato per le quantita' richieste, corrispondente alla prima meta' della quantita' in emissione;**

*** con l'espressione PMP2 deve intendersi il prezzo medio, ponderato per le quantita', corrispondente alla seconda meta' della quantita' in emissione;**

*** con l'espressione PMA deve intendersi il prezzo massimo accoglibile;**

*** con l'espressione PE deve intendersi il prezzo di esclusione,**

al fine di evitare che il prezzo medio ponderato di aggiudicazione (PMP) sia influenzato negativamente:

A) da domande presentate a prezzi eccessivamente alti (normalmente a causa di errori), oppure

B) da domande presentate a prezzi eccessivamente bassi (di solito per motivi speculativi, eccezionalmente per errore), si procede:

A) al calcolo del prezzo massimo accoglibile (PMA). Allo scopo, il rendimento corrispondente a PMP2 viene decurtato di 25 punti base:

$PMA = (\text{Prezzo corrispondente al Rendimento di PMP2} - 0,25\%).$

Le domande presentare a prezzi superiori al PMA sono assegnate ad un prezzo pari al minore tra il prezzo ottenuto sottraendo 10 punti base al prezzo massimo accolto nell'asta ed il PMA;

B) al calcolo del prezzo di esclusione (PE) al di sotto del quale le domande formulate non vengono prese in considerazione. Allo scopo, il rendimento corrispondente a PMP1 viene maggiorato di 100 punti base (1%):

$PE = (\text{Prezzo corrispondente al Rendimento di PMP1} + 1\%)$

Ne consegue che PMA e PE non sono determinati dal Ministero dell'Economia ma questi fissa le regole per il loro calcolo, cosi' che i due prezzi vengano di fatto calcolati in funzione dei comportamenti dei sottoscrittori (cioe' del mercato) e quindi in modo del tutto oggettivo,

Si avra':

a) Calcolo del prezzo massimo accoglibile (PMA)

Il calcolo e' finalizzato a mitigare gli effetti di domande presentate a prezzi eccessivamente alti (normalmente a causa di errori)

$PMA = (\text{Prezzo corrispondente al Rendimento di PMP2} - 0,25\%)$

Situazione quantita'/prezzi relativa alla **seconda meta' dell'importo offerto** (da 501 a 1000 milioni).

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantita' cumulata	Rendimento lordo semplice
D	110	97,65	110	4,760
E	100	97,63	210	4,801
F	100	97,61	310	4,843
G	180	97,60	490	4,864
H	10	97,60	500	4,864
Totale	500			

Il prezzo medio ponderato della seconda meta' dell'importo offerto (PMP2) risulta dal seguente calcolo:

$$PMP2 = \frac{97,65 \times 110 + 97,63 \times 100 + 97,61 \times 100 + 97,60 \times 190}{110 + 100 + 100 + 190} = 97,619,$$

a tale prezzo corrisponde un rendimento del 4,825%. Il **Prezzo Massimo Accoglibile (PMA)** e' pari al tasso corrispondente al PMP2 decurtato di 25 punti base, quindi al 4,575% (4,825%-0,25%), e in termini di prezzo a **97,74**.

b) Calcolo del prezzo di assegnazione della richiesta esclusa

Posto che le domande presentare a prezzi superiori al PMA (prezzo massimo accoglibile) sono assegnate ad un prezzo pari al minore tra A) il prezzo ottenuto sottraendo 10 punti base al prezzo massimo accolto nell'asta e B) il PMA, si avra' che:

A) prezzo massimo accolto nell'asta = 97,72 corrispondente al 4,615%;
rendimento massimo accolto in asta - 0,10 = 4,615% - 0,10 = **4,515%** cui
corrisponde il prezzo di 97,768 = **97,77**

B) **prezzo massimo accoglibile 97,74**.

e dato che $97,77 > 97,74$, **la domanda anomala con prezzo eccessivo viene accolta a 97,74**

c) Calcolo del prezzo di esclusione (PE)

Il calcolo e' finalizzato ad escludere domande presentate a prezzi eccessivamente bassi (normalmente a scopo speculativo, solo eccezionalmente per errore).

PE = (prezzo corrispondente al Rendimento del PMP1 + 1%)

Situazione quantita'/prezzi relativa alla **prima meta' dell'importo offerto** (da 0 a 500 milioni) **con esclusione della domanda anomala.**

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantita' cumulata	Rendimento lordo semplice
A	80	97,72	80	4,615
B	120	97,71	200	4,636
C	150	97,70	350	4,656
D	150	97,65	500	4,760
Totale	500			

Il **prezzo di esclusione (PE)** consegue dal calcolo del prezzo medio ponderato di aggiudicazione calcolato prendendo in considerazione le richieste che, in ordine decrescente di prezzo, coprono la prima meta' dell'importo offerto (PMP1), con esclusione delle richieste formulate a prezzi superiori al prezzo massimo accoglibile.

$$\text{PMP1} = \frac{97,72 \times 80 + 97,71 \times 120 + 97,70 \times 150 + 97,65 \times 150}{80 + 120 + 150 + 150} = 97,691, \text{ pari al } 4,676\%$$

Il prezzo di esclusione (PE) viene calcolato maggiorando di 1 punto percentuale il tasso corrispondente a PMP1 e quindi

PE sara' il prezzo corrispondente al tasso del **5,676%** ovvero **97,21**.

Tutte le richieste presentate ad un prezzo inferiore a 97,21 vengono escluse dall'assegnazione.

d) Calcolo del riparto di assegnazione

Poiche' la struttura della domanda evidenzia richieste di importo cumulato (1.350 mil. euro) superiore a quello offerto (1.000 mil. euro), in relazione alle richieste presentate al prezzo in corrispondenza del quale si esaurisce la quantita' offerta si rende necessario calcolare il rapporto percentuale di soddisfacimento di dette richieste.

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantita' assegnata indiv. cumul.
A1	40	99,50	40
A2	80	97,72	120
B	120	97,71	240
C	150	97,70	390
D	220	97,65	610
E	100	97,63	710
F	100	97,61	810 (1000- 810) = 190 Disponibile
G	180	97,60	990 assegnato 90
H	200	97,60	1190 assegnato 100

Quantitativo disponibile al prezzo di **97,60**

Quantitativo richiesto al prezzo di **97,60**

$$\text{x 100: } \frac{190}{380} = 50\%$$

e) Calcolo del prezzo medio ponderato di assegnazione

Ora si tratta di determinare il prezzo da far pagare alla clientela (istituzionale e individuale o *retail*) che ha partecipato all'asta per il tramite degli intermediari

Il prezzo medio ponderato di assegnazione, PMP, e' il prezzo al quale gli intermediari sottoscrittori *rivendono* i titoli alla clientela per conto della quale hanno partecipato all'asta

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantita' assegnata indiv. cumul.		Prezzo pagato
A2	80	97,72	80	80	97,72
B	120	97,71	120	200	97,71
C	150	97,70	150	350	97,70
D	220	97,65	220	570	97,65
E	100	97,63	100	670	97,63
F	100	97,61	100	770	97,61
G	180	97,60	90	860	97,60
H	200	97,60	100	960	97,60
	1.150		960		

$$\text{PMP} = \frac{80 \times 97,72 + 120 \times 97,71 + 150 \times 97,70 + 220 \times 97,65 + 100 \times 97,63 + 100 \times 97,61 + 190 \times 97,60}{80 + 120 + 150 + 220 + 100 + 100 + 190}$$

$$\text{PMP} = 97,655 = 97,66$$

da cui:

$$\text{rendimento semplice lordo} = 4,74\%$$

$$\frac{(100 - 97,66) \times 36000}{97,66 \times 182}$$

In conclusione, da quanto precede si avra' che:

Operatore	Quantità domandata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantità assegnate individ. cumulate		Prezzo di aggiudicazione aggiudicazione	Rendimento lordo semplice
A1	40	99,50/0,994	40	40	97,74	4,573
A2	80	97,72	80	120	97,72	4,615
B	120	97,71	120	240	97,71	4,636
C	150	97,70	150	390	97,70	4,656
D	220	97,65	250	610	97,65	4,760
E	100	97,63	100	710	97,63	4,801
F	100	97,61	100	810	97,61	4,843
G	180	97,60	90	900	97,60	4,864
H	200	97,60	100	1000	97,60	4,864
L	100	97,30	-	-		5,844
M	30	97,28	-	-	esclusi	5,970
N	20	97,01	-	-		6,096
TOTALE	1350		1000	1000		

a) la domanda anomala, perche' presentata ad un prezzo eccessivamente alto, dell'operatore A1 viene soddisfatta al prezzo di 97,74;

b) le domande degli operatori A2, B, C, D, E, F vengono soddisfatte per intero ai rispettivi prezzi/tassi proposti;

c) le domande degli operatori G ed H sono accolte pro-quota, al 50% al prezzo proposto: a G vengono assegnati 90 milioni su 180 e ad H 100 su 200;

d) le domande degli operatori L, M ed N non vengono accolte per il precedente esaurirsi del quantitativo offerto;

e) rispetto all'operatore N, tuttavia, avrebbe comunque operato il prezzo di esclusione posto che la sua richiesta al prezzo di 97,01, e' inferiore al PE calcolato in 97,21.

Il giorno dopo, su Il Sole 24 Ore leggeremo il seguente comunicato:

TABELLA RIASSUNTIVA RISULTATI DELL'ASTA BOT 6 MESI

Durata BOT (espressa in giorni)	182
BOT offerti (mil. euro)	1.000
BOT richiesti (mil. euro)	1.350
BOT assegnati (mil. euro)	1.000
Prezzo medio ponderato (PMP)	97,66
Rendimento lordo %	4,74
Prezzo massimo accolto in asta	97,72
Prezzo minimo accolto in asta	97,60
Prezzo di esclusione	97,21
Prezzo massimo accoglibile	97,74

L'asta marginale

Con il procedimento dell'asta marginale vengono collocati i CTZ a 24 mesi, i BTP a 3, 5, 10, 15 e 30 anni, i BtEi a 5, 10 e 30 anni, i CCT a 7 anni.

Ogni operatore può presentare al massimo 3 richieste differenziate tra loro per almeno un centesimo di euro. Non sono ammesse richieste senza indicazione di prezzo.

La richiesta minima formulabile è pari a 500.000 euro; l'importo massimo richiedibile è pari al quantitativo offerto in asta.

Le offerte vengono soddisfatte a partire da quelle presentate a prezzo più alto fino ad esaurimento della quantità offerta.

Per richieste presentate con prezzo superiore a 100 il prezzo considerato è 100.

Il prezzo di assegnazione è uguale per tutti e corrisponde al più basso tra quelli risultati aggiudicatari (ovvero a quello in corrispondenza del quale si esaurisce la quantità offerta).

Per evitare che il prezzo di aggiudicazione sia influenzato negativamente da domande non in linea con i prezzi di mercato, viene calcolato il prezzo di esclusione (PE), il prezzo al di sotto del quale le domande non vengono prese in considerazione.

Il PE corrisponde al prezzo medio ponderato della prima 1' meta' del quantitativo in emissione diminuito di 200 punti base:

$$PE = PMP1 - 2.$$

Nel calcolo del PMP1 non vengono prese in considerazione le offerte presentate a prezzi superiori al prezzo massimo accoglibile (PMA).

Il PMA viene calcolato, in caso di domanda superiore all'offerta:

a) dapprima calcolando il PMP della 2' meta' dell'importo emesso: PMP2;

b) quindi aggiungendo 200 punti base a PMP2: $PMA = PMP2 + 2$.

PMA e PE non sono quindi determinati dal Tesoro, ma questi fissa le regole per il loro calcolo così che i due prezzi vengano di fatto calcolati in funzione dei comportamenti dei sottoscrittori (il mercato), quindi in modo del tutto oggettivo.

L'intermediario partecipa all'asta in conto proprio o in conto terzi e si assume il rischio di dover consegnare il quantitativo di titoli richiesto dal cliente anche se in asta non risulta assegnatario.

I titoli vengono assegnati alla clientela, per importi pari a 1.000 euro (o multipli di 1.000 euro), ad un prezzo pari a quello di assegnazione senza aggiunta di commissioni. L'intermediario paga i titoli con uno sconto a compenso della propria opera: 20 centesimi per i BT triennali e quinquennali, 40 per i decennali e i trentennali; 30 centesimi per i CCT.

Esemplificazione di un'asta marginale relativa ad un'emissione per 4.000 milioni di euro di BTP decennali.

Per ciascuna domanda sono indicati l'importo richiesto, il valore cumulato con le precedenti domande, il prezzo offerto.

Operatore	Quantità richiesta cumulata		Prezzo offerto
A	500	500	103,00
B	600	1.100	100,30
C	700	1.800	100,30
D	800	2.600	100,20
E	700	3.300	100,10
F	400	3.700	99,65
G	500	4.200	99,00
H	500	4.700	99,00
I	600	5.300	98,98
L	500	5.800	98,97
M	500	6.300	98,96
N	400	6.700	97,94
TOTALE	6.700		

Poichè l'importo cumulato della domanda risulta pari a 6.700 milioni di euro, l'offerta risulta interamente coperta.

a) Calcolo del prezzo di esclusione

Per trovare il prezzo di esclusione, necessario ad escludere offerte presentate a prezzi troppo bassi, calcolo il prezzo medio ponderato della prima meta' dell'importo offerto (PMP1) *con esclusione delle richieste presentate ad un prezzo superiore a quello massimo accoglibile.*

Operatore	Quantità		Prezzo offerto
	richiesta	cumulata	
B	600	600	100,30
C	700	1.300	100,30
D	700	2.000	100,20
Totale 1' meta'	2.000		

$$\text{PMP1} = \frac{1.300 \times 100,30 + 700 \times 100,20}{1.300 + 700} = 100,265$$

**A PMP1 sottraggo 200 punti base, 2 punti e ottengo il prezzo di esclusione PE:
PE = 98,265 (100,265 -2,00)**

b) Calcolo del prezzo massimo accoglibile

Per individuare domande formulate a prezzi anormalmente alti, calcolo il **prezzo massimo accoglibile (PMA).**

a) considero le richieste che in ordine di prezzo coprono la seconda meta' dell'importo offerto (2.000 milioni di euro) e ne calcolo il prezzo medio ponderato PMP2.

Operatore	Quantità		Prezzo offerto
	richiesta	cumulata	
D	600	600	100,20
E	700	1.300	100,10
F	400	1.700	99,65
G	300	2.000	99,00
Totale 2' meta'	2.000		

$$\text{PMP2} = \frac{600 \times 100,20 + 700 \times 100,10 + 400 \times 99,65 + 300 \times 99,00}{600 + 700 + 400 + 300} = 99,875$$

Al PMP2 aggiungo 200 punti base = 2,00 e ottengo il prezzo massimo accoglibile PMA: $99,875 + 2,00 = 101,875$.

La prima offerta e' stata formulata a 103 > di 101,875.

Ho corretto le domande presentate a prezzi troppo alti definendo il prezzo massimo accoglibile $PMA = (PMP2 + 2) = 101,875$, e

ho escluso le domande speculative presentate a prezzi troppo bassi definendo il prezzo di esclusione $PE = (PMP1 - 2) = 98,265$

c) Individuazione del prezzo marginale

Ora posso trovare il prezzo marginale di assegnazione, cioe' l'ultimo prezzo accoglibile o il prezzo in coincidenza del quale si esaurisce la quantita' disponibile: esso e' pari a 99,00. Questo sara' il prezzo di assegnazione uguale per tutti.

Infatti:

Operatore	Quantità richiesta cumulata		Prezzo offerto
A	500	500	103,00
B	600	1.100	100,30
C	700	1.800	100,30
D	800	2.600	100,20
E	700	3.300	100,10
F	400	3.700	99,65
G	500	4.200	99,00
H	500	4.700	99,00

Disponibile 300 (4.000-3.700)

4) Calcolo del riparto di assegnazione

Poiche' la struttura della domanda marginale (al prezzo al quale si esaurisce la quantita' offerta), evidenziata dalla tabella sottostante, mette in luce come in corrispondenza dell'esaurirsi della quantita' offerta vi siano due domande per complessivi 1.000 milioni di euro a fronte di una disponibilita' residua di 300 milioni di euro, si rende necessario calcolare il rapporto percentuale di soddisfacimento di dette richieste.

$$\frac{\text{Quantitativo disponibile al prezzo di } 99,00}{\text{Quantitativo richiesto al prezzo di } 99,00} \times 100 = \frac{300}{1.000} = 30\%, \quad \text{da cui:}$$

Operatore	Quantità Individ.	domandata cumulata (milioni di euro)	Prezzo offerto	Quantita' Individ.	assegnata cumulata
..	...	3.700			3.700
G	500	4.200	99,00	150	3.850
H	500	4.700	99,00	150	4.000

In conclusione, da quanto precede si avra' che:

Operatore	Quantità richiesta Individ. cumulata		Quantita' assegnata Individ. cumulata		Prezzo offerto	Prezzo di assegnazione
A	500	500	500	500	103,00	99,00
B	600	1.100	600	1.100	100,30	99,00
C	700	1.800	700	1.800	100,30	99,00
D	800	2.600	800	2.600	100,20	99,00
E	700	3.300	700	3.300	100,10	99,00
F	400	3.700	400	3.700	99,65	99,00
G	500	4.200	150	3.850	99,00	99,00
H	500	4.700	150	4.000	99,00	99,00
I	600	5.300	-	-	98,98	
L	500	5.800	-	-	98,97	
M	500	6.300	-	-	98,96	
N	400	6.700	-	-	97,94	
TOTALE	6.700			4.000		99,00

* La domanda anomala dell'operatore A viene soddisfatta per intero al prezzo marginale;

* le domande degli operatori da B ad F vengono soddisfatte per intero al prezzo marginale;

* le domande degli operatori G ed H sono accolte pro-quota al 30% al prezzo marginale: ad entrambi vengono assegnati 150 sui 500 richiesti;

* le domande degli operatori da I ad N non vengono accolte per il precedente esaurirsi del quantitativo offerto

* rispetto all'operatore N, tuttavia, avrebbe comunque operato il prezzo di esclusione posto che la sua richiesta al prezzo di 97,94 e' inferiore al PE calcolato in 98,265.

Il giorno dopo, su Il Sole 24 Ore leggeremo il seguente comunicato:

TABELLA RIASSUNTIVA RISULTATI DELL'ASTA BTP 10 ANNI

BTP offerti (mil. euro)	4.000
BTP richiesti (mil. euro)	6.700
BTP assegnati (mil. euro)	4.000
Prezzo di assegnazione	99,000
Prezzo di esclusione	98,265
Rendimento lordo	...%
Riparto all'ultimo prezzo (%)	30%

IL COLLOCAMENTO PER IL TRAMITE DI CONSORZIO

Il sindacato di collocamento, per l'esperienza maturata negli ultimi anni, viene utilizzato sia per il lancio di nuovi titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'Euro così come per il lancio di nuovi *benchmark* nominali con scadenza superiore ai 10 anni (BTP a 15 e 30 anni).

Si è ritenuto opportuno adottare la formula dell'emissione sindacata anche per il titolo a 30 anni indicizzato all'inflazione, a motivo della maggiore volatilità di questo particolare segmento di mercato.

I consorzi di collocamento si sono in generale rivelati efficaci in termini di *pricing*, di ampiezza della distribuzione (per tipologia di investitore e su base geografica) e di successiva *performance* dei titoli sul mercato secondario.

Il Ministro dell'Economia, con decreto, al fine di ottenere la più ampia distribuzione del prestito presso gli investitori e di contenere i costi derivanti dall'accensione del prestito stesso:

dispone l'emissione della prima *tranche*;

fissa la misura della commissione di collocamento (p.e. BTP 15 anni 0,175%);

individua i coordinatori del consorzio, che assumono la denominazione di *lead managers*; al consorzio medesimo partecipano in veste di *co-lead managers* tutti gli Specialisti in titoli di Stato;

alla data di regolamento del prestito i partecipanti al consorzio pagano il prezzo concordato al netto della commissione.

Esito del collocamento tramite consorzio della prima *tranche* dei B.T.P. 1' febbraio 2006 - 1' agosto 2021

Il MEF comunica i risultati dell'emissione del nuovo BTP a 15 anni con scadenza 1' agosto 2021 e cedola 3,75%

Il collocamento e' stato effettuato tramite la costituzione di un sindacato.

Hanno partecipato in veste di *lead managers*:

Credit Suisse, HSBC, ING, MPS Finance e Societe' Generale

Sono stati *co-lead managers* tutti gli Specialisti in titoli di Stato

Hanno partecipato all'operazione 170 investitori per una domanda complessiva di circa 9 miliardi di euro.

Piu' del 19% dell'emissione e' stata collocata presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo:

per il 16,5% fondi pensione e assicurazioni;

per il 2,5% banche centrali;

per il 33% asset managers e fondi di investimento

per il 12% *hedge funds*

Il collocamento del titolo e' stato caratterizzato da una distribuzione geografica particolarmente diversificata:

per il 19% investitori italiani;

per il 18% investitori tedeschi; per il 13% investitori francesi;

per il 13% ciascuno investitori del Benelux che del Regno Unito ed Irlanda;

per il 9% inventori scandinavi e per l'8% investitori USA.