

Lezione 5

Meccanismi di emissione dei Titoli di Stato

04/10/2023

Prof. Gian Paolo Stella
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

Introduzione

- Esito di un'emissione di titoli:
 - Domanda $>$ offerta; condizioni non favorevoli per l'emittente + risparmiatori accolgono favorevolmente il titolo;
 - Domanda $<$ offerta; raccolta inferiore al reale fabbisogno dell'emittente + risparmiatori accolgono NON favorevolmente il titolo.
- Gli obiettivi dell'emissione e le aspettative del mercato possono essere bilanciate mediante opportuna calibrazione delle caratteristiche tecniche dell'emissione.
- Il Tesoro stabilisce tutte le caratteristiche dell'emissione (prezzo, quantità, durata, modalità di rimborso, trattamento fiscale, oneri di sottoscrizione).

Riepilogo Titoli di Stato

- I Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), sono titoli a breve termine con scadenza entro l'anno (3,6,12 mesi).
- La remunerazione è interamente determinata dallo scarto di emissione dato dalla differenza tra il valore nominale (che è il prezzo a cui lo strumento sarà rimborsato a scadenza) ed il prezzo a cui lo strumento viene collocato.
- Essi possono essere sottoscritti in fase di collocamento, prenotando la quantità desiderata presso un intermediario autorizzato entro il giorno precedente l'asta; il meccanismo d'asta utilizzato per il collocamento sul mercato primario, è quello dell'asta competitiva.
- La data di regolamento, sul mercato primario segue di 3 giorni lavorativi quella di svolgimento dell'asta; sul mercato secondario i BOT regolano invece a 2 giorni lavorativi.
- La periodicità di emissione, così come disposto nel calendario annuale delle aste relative ai titoli di Stato, è mensile: a metà mese per i BOT trimestrali ed annuali, a fine mese per i semestrali.
- L'aliquota fiscale applicata per la tassazione dei rendimenti è del 12,5%.

Riepilogo Titoli di Stato

- I Certificati del Tesoro Zero coupon (CTZ), sono titoli privi di cedola con la durata massima di 2 anni.
- La remunerazione, interamente determinata dallo scarto di emissione dato dalla differenza tra il valore nominale (che è il prezzo a cui lo strumento sarà rimborsato a scadenza) ed il prezzo corrisposto, viene pagata solo al momento del rimborso.
- I CTZ possono essere sottoscritti in fase di collocamento, prenotando la quantità desiderata presso un intermediario autorizzato entro il giorno precedente l'asta.
- Il meccanismo d'asta utilizzato per il collocamento sul mercato primario, è quello dell'asta marginale.
- I CTZ regolano a 3 giorni lavorativi sia sul mercato primario che su quello secondario.
- La periodicità di emissione, così come disposto nel calendario annuale delle aste relative ai titoli di Stato, è mensile e coincide con l'asta di fine mese dei BOT semestrali.
- L'aliquota fiscale applicata per la tassazione dei rendimenti è del 12,5%.

Riepilogo Titoli di Stato

- I BTP€i consentono all'investitore di proteggersi dall'effetto erosivo dell'inflazione grazie all'indicizzazione all'IAPC (Indice Armonizzato dei prezzi al Consumo) con esclusione del tabacco.
- Sono emessi con durata di 5,10 o 30 anni solitamente mediante la procedura di costituzione di un Sindacato di Collocamento (procedura tramite la quale i titoli sono collocati direttamente ad un pool di investitori istituzionali), ma il Ministero si riserva la possibilità di procedere mediante il meccanismo di Asta, senza indicazione di un calendario specifico.
- La caratteristica fondamentale risiede nel meccanismo di indicizzazione, il quale prevede che l'importo variabile delle cedole semestrali sia calcolato moltiplicando il tasso annuo di interesse cedolare reale, diviso due, per il capitale nominale rivalutato alla data di pagamento della cedola.
- Il capitale nominale rivalutato è pari al capitale nominale sottoscritto moltiplicato per il Coefficiente di Indicizzazione alla data di pagamento della cedola.
- In ogni caso il BTP€i garantisce la restituzione del valore nominale sottoscritto: anche nel caso in cui si verifichi, nel periodo di vita del titolo, una riduzione dei prezzi, l'ammontare rimborsato a scadenza non sarà mai inferiore al valore nominale (100).
- Le cedole pagate al sottoscrittore sono di importo variabile, ma garantiscono un rendimento costante in termini reali ovvero in termini di potere di acquisto.

Riepilogo Titoli di Stato

- I BTP Italia sono titoli con scadenza a 4 anni che garantiscono una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi in Italia.
- Infatti, sia il capitale sia le cedole sono rivalutati in base all'andamento dell'inflazione italiana, misurato dall'indice ISTAT dei prezzi al consumo per famiglie di operai e impiegati (FOI), con frequenza semestrale.
- È acquistabile all'emissione alla pari (prezzo 100) direttamente sul MOT, secondo una modalità che permette al risparmiatore di aggiudicarsi con certezza l'ammontare richiesto.
- Riconosce all'investitore un premio fedeltà se lo acquista all'emissione e lo tiene fino a scadenza.
- Il trattamento fiscale è agevolato come per gli altri titoli di Stato: 12,5%.

Riepilogo Titoli di Stato

- I BTP, Buoni del Tesoro Poliennali, sono titoli a medio-lungo termine che pagano semestralmente una cedola fissa.
- L'emissione avviene mediante il meccanismo di Asta Marginale due volte al mese (intorno alla metà e alla fine del mese) e i titoli emessi possono avere durata pari a 3,5,10,15 o 30 anni.
- La data di regolamento è due giorni lavorativi dopo l'asta, oppure tre giorni lavorativi dopo la negoziazione sul mercato secondario.
- Possono essere sottoscritti per un valore nominale minimo di 1000 Euro o un multiplo di esso.
- I BTP, una volta giunti a scadenza, vengono rimborsati alla pari (valore nominale=100) ed in unica soluzione.
- L'aliquota fiscale applicata per la tassazione dei rendimenti è del 12,5%.

Riepilogo Titoli di Stato

Principali caratteristiche dei titoli di Stato						
TITOLO	DURATA	REMUNERAZIONE	TAGLIO MINIMO	MECCANISMO D'ASTA	ALIQUOTA FISCALE	RIMBORSO
BOT	3, 6 e 12 mesi o inferiore a 12 mesi (BOT flessibili)	Scarto d'emissione	€ 1.000	Asta competitiva sul rendimento	12,5%	Alla pari, in unica soluzione a scadenza
CTZ	24 mesi	Scarto d'emissione	€ 1.000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	Alla pari, in unica soluzione a scadenza
CCTeu	da 3 a 7 anni	Cedole variabili semestrali, eventuale scarto d'emissione	€ 1.000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	Alla pari, in unica soluzione a scadenza
BTP	3, 5, 7, 10, 15, 20, 30 e 50 anni	Cedole fisse semestrali, eventuale scarto d'emissione	€ 1.000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	Alla pari, in unica soluzione a scadenza
BTPEi	5, 10, 15 e 30 anni	Cedole reali semestrali, eventuali scarto d'emissione e rivalutazione del capitale a scadenza	€ 1.000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	In unica soluzione a scadenza
BTP Italia	da 4 a 8 anni	Cedole reali semestrali, rivalutazione semestrale del capitale e premio fedeltà a scadenza ¹	€ 1.000	Collocamento diretto sul MOT, prezzo alla pari e tasso cedolare reale annuo fissato al termine del periodo di collocamento	12,5%	In unica soluzione a scadenza
BTP Futura	da 8 a 10 anni	Cedole semestrali con meccanismo step-up a rendimenti crescenti e premio fedeltà a scadenza ²	€ 1.000	Collocamento diretto sul MOT, prezzo alla pari e serie dei tassi cedolari annui fissati al termine del periodo di collocamento	12,5%	In unica soluzione a scadenza

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

Calendario delle Aste



Novembre 2020

1	D	17	M
2	L R. m-l	18	M
3	M	19	G
4	M	20	V C. CTZ-BTPEi
5	G	21	S
6	V C. BOT	22	D
7	S	23	L C. BOT
8	D	24	M C. m-l
9	L C. m-l	25	M A. CTZ-BTPEi
10	M	26	G A. BOT
11	M A. BOT	27	V A. m-l R. CTZ-BTPEi
12	G A. m-l	28	S
13	V R. BOT	29	D
14	S	30	L R. BOT
15	D		
16	L R. m-l		

Gennaio 2021

1	V	17	D
2	S	18	L
3	D	19	M
4	L R. BOT-CTZ m-l	20	M
5	M	21	G C. CTZ-BTPEi
6	M	22	V C. BOT
7	G C. BOT	23	S
8	V C. m-l	24	D
9	S	25	L C. m-l
10	D	26	M A. CTZ-BTPEi
11	L	27	M A. BOT
12	M A. BOT	28	G A. m-l R. CTZ-BTPEi
13	M A. m-l	29	V R. BOT
14	G R. BOT	30	S
15	V R. m-l	31	D
16	S		

Dicembre 2020

1	MAR	Regolamento medio-lungo	17	GIO	
2	MER		18	VEN	
3	GIO	Comunicazione BOT	19	SAB	
4	VEN	Comunicazione medio-lungo	20	DOM	
5	SAB		21	LUN	
6	DOM		22	MAR	
7	LUN		23	MER	Comunicazione BOT e CTZ Comunicazione medio-lungo
8	MAR		24	GIO	
9	MER	Asta BOT	25	VEN	
10	GIO	Asta medio-lungo	26	SAB	
11	VEN		27	DOM	
12	SAB		28	LUN	
13	DOM		29	MAR	Asta BOT e CTZ
14	LUN	Regolamento BOT Regolamento medio-lungo	30	MER	Asta medio-lungo
15	MAR		31	GIO	
16	MER				



Meccanismi di Collocamento

- I Titoli di Stato possono essere collocati mediante:
 - *Asta pubblica*: Garantisce l'accesso a una vasta platea di investitori e mantenere un elevato grado di competizione e trasparenza;
 - *Sindacato di Collocamento*: Consorzio di banche selezionate tra gli operatori specialisti in Titoli di Stato, che si incaricano di raccogliere gli ordini di investitori finali (cosiddetto collocamento sindacato);
 - *Piattaforme di negoziazione elettroniche*.

Meccanismi di Collocamento

- L'asta pubblica permette la partecipazione un gran numero di investitori e garantisce elevata competitività e trasparenza.
- Le aste si svolgono per via informatica, con il controllo di regolarità svolto dalla Banca d'Italia (Servizio Operazioni sui Mercati – Divisione Debito Pubblico) alla presenza di un funzionario del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), in rappresentanza del Ministro.
- I soggetti che possono partecipare alle aste, inviando le domande per via telematica, sono i cosiddetti “operatori abilitati”, ovvero le banche e le imprese di investimento registrate presso la Banca d'Italia.
- Tali intermediari finanziari devono soddisfare i seguenti requisiti: aver firmato l'apposita convenzione con la Banca d'Italia che regola la sottoscrizione dei titoli di Stato, aver sostenuto i test per l'accesso remoto alla rete nazionale interbancaria ed essere in grado di regolare l'operazione direttamente o tramite un altro intermediario autorizzato.
- L'asta pubblica, per i vantaggi che apporta, è privilegiata dal Dipartimento del Tesoro italiano.

Meccanismi di Collocamento

- Nel sindacato di collocamento, un gruppo di banche, il cosiddetto sindacato, è incaricato di raccogliere gli ordini degli investitori finali, piazzando così in modo efficiente un determinato quantitativo del titolo di Stato in emissione.
- In particolare, le banche partecipanti sono scelte tra gli operatori Specialisti in titoli di Stato, i quali svolgono la funzione di “market maker”, ovvero “fanno il mercato” determinando il prezzo di acquisto e di vendita dei titoli.
- Infatti, essi sono obbligati a sottoscrivere le aste dei titoli di Stato e a negoziarne i volumi sul mercato secondario, garantendone la liquidità.
- A fronte di questi obblighi, gli Specialisti in titoli di Stato godono del privilegio di partecipare in esclusiva ai collocamenti supplementari delle aste pubbliche, ovvero la riapertura prevista per i titoli a medio-lungo termine e i BOT a sei e dodici mesi.

Meccanismi di Collocamento

- Nel 2012, l'emissione dei nuovi BTP Italia, è stata accompagnata da un nuovo meccanismo di emissione che utilizza la piattaforma elettronica Mercato Obbligazionario Telematico (MOT) di Borsa Italiana, ovvero il mercato secondario elettronico in cui è possibile negoziare la compravendita di titoli di Stato italiani ed esteri.
- Il collocamento del BTP Italia è un'operazione di mercato primario poiché il titolo viene emesso per la prima volta, ma l'uso della piattaforma elettronica del MOT comporta che il tasso cedolare sia determinato al termine del collocamento in base alle condizioni di mercato, mentre il prezzo è uguale al valore nominale (alla pari), a differenza della procedura d'asta dove il prezzo viene determinato al termine della stessa.
- Inoltre, il ricorso a tale modalità di emissione è giustificato dalla volontà di indirizzare il BTP Italia al mercato al dettaglio e quindi soprattutto ai risparmiatori individuali. Infatti, vi sono due fasi dell'emissione del BTP Italia e le loro caratteristiche dimostrano il focus sul mercato *retail*.
- Alla prima fase, ovvero i primi tre giorni dell'offerta, possono partecipare solo i “risparmiatori individuali e altri affini”, e questi possono acquistare il titolo via internet, attraverso il proprio home-banking, oppure recandosi presso la propria banca.

Le Aste

- Ogni operatore autorizzato a partecipare all'asta può presentare un massimo di tre domande per ogni titolo offerto, entro le ore 11 del giorno dell'asta; prima di tale termine, le domande possono essere modificate senza alcun limite.
- Al termine di questa fase viene prodotto un prospetto riepilogativo contenente le domande “in chiaro” (fino a questa fase le proposte sono esposte in forma anonima) degli operatori, le cui richieste vengono riepilogate in ordine decrescente di prezzo.
- Possono partecipare alle aste solo i soggetti abilitati in base a caratteristiche prestabilite.
- Persone fisiche e imprese possono acquistare i titoli pubblici solo nel mercato secondario.
- I privati che intendono investire i propri risparmi in titoli emessi dallo Stato devono rivolgersi a uno degli intermediari autorizzati; questi ultimi, nel formulare le proprie proposte, terranno conto anche delle richieste dei clienti a cui successivamente cederanno i titoli acquistati nel mercato primario.

Le Aste

- Le fasi previste per tutte le tipologie di aste di collocamento dei titoli di Stato sono:
 1. Offerta dei titoli al mercato da parte dell'emittente e contestuale comunicazione delle informazioni concernenti le caratteristiche dei titoli, che avviene mediante pubblicazione sulla *Gazzetta Ufficiale* di un apposito decreto ministeriale;
 2. Raccolta delle domande formulate dagli investitori autorizzati;
 3. Aggiudicazione dei titoli e determinazione del prezzo.

Asta Marginale

- L'asta marginale è la tipologia d'asta utilizzata per il collocamento della maggior parte dei titoli di Stato ad esclusione dei BOT.
- Anche nel caso dell'asta marginale il Tesoro provvede ad ordinare le richieste in ordine decrescente di prezzo (o crescente di rendimento).
- Ogni operatore può presentare al massimo cinque richieste di importo minimo pari a 500 000 euro.
- La differenza rispetto all'asta competitiva è che le richieste accolte (ogni operatore può presentare 5 richieste) vengono soddisfatte tutte allo stesso prezzo, che coincide con quello meno elevato offerto dai partecipanti, ovvero con il prezzo dell'ultima richiesta accolta.
- Il prezzo più basso al quale vengono successivamente soddisfatte tutte le richieste è chiamato prezzo marginale.
- Nel caso in cui le offerte al prezzo marginale non possano essere totalmente accolte, si procede al riparto pro-quota.

Asta Competitiva

- Attualmente l'asta competitiva è riservata ai soli BOT.
- Le richieste provenienti dagli operatori abilitati (ogni operatore può presentare 5 richieste differenti, indicando per ciascuna il quantitativo richiesto ed il prezzo di sottoscrizione; gli importi complessivi di ciascuna offerta non possono comunque essere inferiori ad un milione e mezzo di euro) vengono ordinate in maniera crescente rispetto al rendimento (o decrescente rispetto al prezzo) e in tale ordine vengono soddisfatte fino al completo esaurimento della quantità richiesta. Le offerte rimangono segrete fino alla fase di aggiudicazione.
- Le proposte pervenute dalla stessa banca devono differire tra loro per prezzo.
- Nel caso in cui le offerte con il rendimento più alto non possano essere totalmente accolte, si procede al riparto pro-quota. Ne deriva che, con l'asta competitiva, ciascuna richiesta accolta viene aggiudicata al tasso proposto dall'operatore.
- Per definizione, quindi, l'asta competitiva si conclude con una molteplicità di rendimenti. Partendo da questi, la Banca d'Italia calcola il rendimento medio ponderato e il corrispondente prezzo medio ponderato.
- Per evitare che vengano soddisfatte richieste "anomale" e non in linea con le richieste di mercato, la banca d'Italia provvede a calcolare:
 - Un rendimento di salvaguardia: le richieste con rendimento al di sotto di tale valore non vengono accolte per evitare che i rendimenti siano poco convenienti per i risparmiatori;
 - Un rendimento di esclusione: per escludere dalle aste le domande speculative, ovvero quelle richieste che presentano rendimenti troppo al di sopra della media.
- La logica dell'asta competitiva è sicuramente vantaggiosa per il Tesoro. Attraverso questo meccanismo il Tesoro si garantisce il collocamento sul mercato dei BOT alle migliori condizioni possibili.