

Allegato al Decreto Dirigenziale N. 74997 del 23 Dicembre 2008

Ministero dell'Economia e delle Finanze

Dipartimento del Tesoro - Direzione II



GLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO

CRITERI DI VALUTAZIONE

ANNO 2009

I CRITERI DI VALUTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO	3
1. <i>Introduzione</i>	3
2. <i>Requisiti Generali</i>	4
3. <i>Valutazione degli Specialisti</i>	5
3.1. Principi guida dell'attività degli Specialisti.	5
3.2. Mercato primario	5
3.3. Mercato Secondario e Capacità distributiva	6
3.4. Struttura Organizzativa	7
3.5. Operazioni di Riacquisto e di concambio	9
4. <i>Motivi di esclusione</i>	9
5. <i>Privilegi per gli Specialisti</i>	10
6. <i>Come si fa a diventare Specialisti</i>	11
7. <i>Trasferimento della qualifica di Specialista (switch)</i>	12
APPENDICE TECNICA	14
METODOLOGIA DI CALCOLO DEI PARAMETRI DI VALUTAZIONE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO	14
1. <i>Mercato Primario (cfr. par. 3.2.)</i>	14
1.1. Indicatore quantitativo: Quota di sottoscrizione	14
1.2. Indicatore Qualitativo: Auction Aggressivity Index (AAI)	16
2. <i>Mercato Secondario e Capacità distributiva (cfr. par. 3.3.)</i>	16
2.1. Indice di qualità di quotazione – QQI	16
2.2. Contributo alla profondità del mercato - DCI	17
2.3. Attività di negoziazione sui mercati regolamentati all'ingrosso a pronti	18
2.4. Attività di negoziazione sui mercati regolamentati all'ingrosso dei Repo	18
2.5. Attività di negoziazione sui sistemi di negoziazione di tipo elettronico a pronti	19
2.6. Indice di Efficienza elaborato dalla Banca d'Italia	19
2.7. Capacità distributiva sul mercato a pronti	20
2.8. Capacità distributiva sul mercato Repo	20

I Criteri di valutazione dell'attività degli Specialisti in titoli di Stato

1. Introduzione

Gli *Specialisti in titoli di Stato* sono Operatori Principali attivi sui Mercati Regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato¹ selezionati dal Dipartimento del Tesoro – Direzione II, ai sensi del Decreto Ministeriale n. 219 del 13 maggio 1999, al fine di garantire un elevato livello di efficienza e trasparenza al mercato dei titoli di Stato italiani.

Nel presente documento vengono illustrati i criteri utilizzati per la valutazione dell'attività degli Specialisti nell'anno 2009, sulla base di quanto previsto dalla normativa vigente.

Il Tesoro si attende che ciascuno Specialista:

1. partecipi con continuità ed efficienza alle aste di collocamento dei titoli di Stato;
2. contribuisca all'efficienza del mercato secondario e non comprometta l'ordinato svolgimento delle negoziazioni;
3. dimostri di avere una struttura organizzativa adeguata al ruolo di Specialista in titoli di Stato;
4. contribuisca alla gestione del debito pubblico e alle scelte di emissione, anche mediante attività di consulenza e ricerca;
5. ottemperi all'obbligo di riservatezza riguardo alle informazioni cui lo status di Specialista dà accesso.

¹ Secondo la definizione dell'art. 66 del d. lgs. n. 58 del 1998.

2. Requisiti Generali

In relazione alle esigenze connesse alla gestione del debito pubblico, il Tesoro iscrive in un apposito elenco denominato *Elenco degli Specialisti in titoli di Stato*² gli Operatori Principali sui mercati regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato italiani che ne facciano domanda.

La qualifica di Specialista è subordinata al possesso e al rispetto dei requisiti di mercato e di struttura di seguito specificati.

I requisiti di mercato prevedono:

- a) una quota di aggiudicazione sul mercato primario dei titoli di Stato pari ad almeno il 3% del totale emesso in asta³ su base annua (paragrafo 3.2);
- b) un'efficiente partecipazione al mercato secondario (paragrafo 3.3).

I requisiti di struttura richiedono:

- c) un patrimonio netto di vigilanza pari ad almeno € 38.734.267⁴;
- d) la qualifica di Operatore Principale sui mercati regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato italiani;
- e) una struttura organizzativa idonea a svolgere efficacemente il ruolo di Specialista in titoli di Stato (paragrafo 3.4).

² Art. 3 del citato Decreto Ministeriale del 13 maggio 1999, n. 219 – “Regolamento recante le norme sulla disciplina dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato”.

³ Tutte le informazioni concernenti le aste dei titoli di Stato sono reperibili presso il sito web della Direzione del Debito Pubblico alla pagina:

http://www.dt.tesoro.it/Aree-Docum/Debito-Pub/Titoli-di-/Aste-Titol/Modalit--d1/16_1_2001_13_19_Le-20aste-20dei-20ti.pdf

⁴ Il patrimonio netto di vigilanza è determinato secondo i criteri previsti dalle disposizioni della competente autorità di vigilanza.

3. Valutazione degli Specialisti

3.1. *Principi guida dell'attività degli Specialisti.*

L'attività degli Specialisti è valutata dal Tesoro, secondo i criteri indicati nei paragrafi seguenti. Per la descrizione dei parametri utilizzati e della modalità di attribuzione del punteggio si rimanda all'Appendice Tecnica.

Al termine dell'anno, sulla base della valutazione complessiva, il Tesoro elabora la graduatoria finale degli Specialisti e pubblica le prime cinque posizioni sul sito Internet www.debitopubblico.it.

Il Tesoro si riserva di modificare nel corso del periodo di valutazione, qualora circostanze eccezionali lo richiedano, i criteri contenuti nel presente documento. In tal caso la graduatoria finale sarà redatta tenendo conto dell'attribuzione dei punteggi ottenuti in base ai criteri vigenti nei diversi periodi di osservazione.

3.2. *Mercato primario*

Condizione necessaria per il mantenimento della qualifica di Specialista è l'aggiudicazione, su base annua, di una quota di primario in asta non inferiore al **3%** del volume emesso dal Tesoro.

Detta quota è calcolata ponderando le quote di aggiudicazione di ciascuna tipologia di titolo con pesi che tengono conto delle caratteristiche finanziarie dei titoli medesimi. I pesi, inoltre, sono differenziati anche in funzione dello status dei titoli collocati in asta (a seconda che si tratti di titoli in corso di emissione - *on the run* – o non più in corso di emissione – *off the run*)⁵.

La performance degli Specialisti sul mercato primario è valutata con riferimento ad un criterio quantitativo e ad uno qualitativo.

1. Indicatore quantitativo primario: ad ognuno degli Operatori Specialisti è assegnato un punteggio, compreso fra **0** e **33**, in proporzione alla quota di aggiudicazione ottenuta nel periodo di riferimento. Dà luogo ad attribuzione del punteggio l'aggiudicazione di una quota superiore al minimo richiesto per il mantenimento della qualifica di Specialista (3%) fino ad una soglia massima pari al 6%.

2. Indicatore qualitativo primario: la valutazione qualitativa della partecipazione al mercato primario è effettuata sulla base di un indicatore denominato Auction Aggressivity Index (AAI). Tale

⁵ Per le modalità di calcolo si rimanda all'Appendice Tecnica al par.1.1

indicatore misura il contributo della strategia attuata in asta da ciascuno Specialista nel determinare lo scostamento del prezzo di aggiudicazione dal fair value del titolo. Al parametro è attribuito un punteggio compreso fra **0** e **14**, tenendo presente che un punteggio maggiore è assegnato per valori più bassi dell'AAI, ovvero nel caso di una strategia per nulla o poco aggressiva.

L'attribuzione del punteggio sulla base dell'indicatore AAI è effettuata per le sole aste dei titoli BTP, BTP€i e CTZ in corso di emissione (*on the run*). L'aggressività nelle aste di tipo competitivo (attualmente utilizzata per il collocamento dei BOT) e sui titoli non più in corso di emissione (*off the run*) – è oggetto di valutazione nell'ambito della Struttura Organizzativa data dal Tesoro (par. 3.4).

3.3. Mercato Secondario e Capacità distributiva

L'operatività degli Specialisti sul mercato secondario dei Titoli di Stato deve assicurare un efficiente funzionamento dei mercati all'ingrosso, mediante un'attività di quotazione e negoziazione continua e distribuita sui diversi comparti. Nell'ambito dei mercati regolamentati si tiene conto del contributo dato agli scambi e alle quotazioni sia in termini di continuità che di profondità. Al di fuori dei mercati regolamentati viene valutata l'attività di scambio effettuata sui sistemi di negoziazione di tipo elettronico, nonché la capacità di garantire un'ampia distribuzione dell'intera gamma dei titoli di Stato presso gli investitori, tenendo conto della loro ubicazione geografica e tipologia.

In particolare l'attività degli Specialisti è valutata sulla base dei seguenti parametri⁶:

- MERCATI REGOLAMENTATI ALL'INGROSSO

1. Indice di qualità di quotazione (QQI) – è attribuito un punteggio compreso fra **0** e **8**;
2. Contributo alla profondità del mercato(DCI) – è attribuito un punteggio compreso fra **0** e **8**;
3. Attività di negoziazione sui mercati a pronti – è attribuito un punteggio compreso tra **0** e **4** in funzione della quota di mercato dello Specialista rispetto alla quota di mercato media degli Operatori Principali non Specialisti o Aspiranti Specialisti⁷;

⁶ Per le modalità di calcolo degli indicatori utilizzati e la relativa attribuzione del punteggio si rimanda all'Appendice Tecnica.

⁷ Per la definizione di Aspirante Specialista si rimanda al paragrafo 6.

4. Attività di negoziazione sui mercati Repo – è attribuito un punteggio compreso tra **0** e **4** in funzione della quota di mercato dello Specialista , sia sul segmento *Special Repo* sia su quello *General Collateral*, rispetto alla quota di mercato media degli Operatori non Specialisti o Aspiranti Specialisti; in ciascun segmento il punteggio massimo ottenibile è di 2 punti.
5. Indice di Efficienza elaborato dalla Banca d'Italia – è attribuito un punteggio compreso fra **0** e **6**;

- MERCATI NON REGOLAMENTATI

6. Attività di negoziazione sui sistemi di negoziazione di tipo elettronico a pronti – è attribuito un punteggio compreso tra **0** e **2**.
7. Capacità distributiva sul mercato a pronti⁸: è attribuito un punteggio compreso fra **0** e **2**;
8. Capacità distributiva sul mercato Repo: è attribuito un punteggio compreso fra **0** e **3**

3.4. *Struttura Organizzativa*

La qualità della struttura organizzativa è valutata, su base annuale, come di seguito indicato:

1. Valutazione della Struttura Organizzativa data dal Tesoro italiano – è attribuito un punteggio fino a **12** punti.

Il parametro tiene conto della una valutazione complessiva data dal Tesoro sull'attività dello Specialista con riferimento ad aspetti inerenti l'affidabilità della struttura organizzativa e la capacità di consulenza e di ricerca su tematiche relative alla gestione del debito pubblico.

Nel parametro è inclusa la valutazione del Tesoro in relazione ad aspetti qualitativi e quantitativi dell'operatività OPTES di ogni Specialista.

Nell'attribuzione del punteggio si dà una valutazione, inoltre, del contributo all'efficiente funzionamento del mercato primario e secondario, non direttamente misurabile attraverso gli indicatori summenzionati, in particolare con riguardo a:

- partecipazione alle aste dei titoli di Stato. E' valutata con riferimento ad aspetti di tipo qualitativo quali, a titolo esemplificativo, l'utilizzo di tutte e tre le offerte presentabili per

⁸ Sulla base della comunicazione dell'attività di negoziazione effettuata utilizzando il formato armonizzato definito a livello Europeo (HRF).

ciascuna asta e la relativa distribuzione, l'immissione dei prezzi che non determinano l'attivazione del meccanismo di salvaguardia o del prezzo di esclusione, un ricorso alla procedura di *recovery* (invio di fax) per la presentazione delle domande in asta limitato a casi di natura eccezionale;

- performance sul mercato secondario dei CCT. Tale valutazione, per un punteggio fino ad un massimo di 4 punti, è rilevata in base ai parametri "Indice di qualità della quotazione - QQI" e "Contributo alla profondità del mercato – DCI" calcolati esclusivamente sul mercato CCT. E' valutata, inoltre, l'attività di promozione e distribuzione dei CCT, suffragata da fattori oggettivi - quali ricerche e analisi specifiche sul comparto indirizzate agli investitori, attività di negoziazione con la clientela istituzionale e al dettaglio;
- strategia di partecipazione alle aste dei titoli, diversi dai CCT, non più in corso di emissione (*off the run*). E' valutata considerando, di volta in volta, in ciascuna asta, il verificarsi di strategie particolarmente aggressive che determinino fenomeni di *squeeze* in asta;
- strategia di partecipazione alle aste BOT. Il grado di aggressività della strategia attuata nelle aste dei BOT è monitorato mediante uno specifico indicatore (distinto rispetto all'AAI utilizzato per le aste di titoli a medio-lungo termine, nominali ed indicizzati all'inflazione). Comportamenti giudicati fortemente distorsivi dei risultati d'asta possono comportare l'attribuzione di un punteggio nullo al parametro Valutazione della struttura organizzativa data dal Tesoro;
- comportamento tenuto durante lo svolgimento di sindacati di collocamento. Il Tesoro valuta il comportamento tenuto da tutti gli Specialisti, indipendentemente dal ruolo rivestito nell'ambito delle operazioni;
- contributo all'efficienza del mercato secondario. E' valutata positivamente l'attività degli operatori che maggiormente contribuiscono a sostenere la liquidità dei titoli di Stato sul mercato secondario nelle giornate caratterizzate da più elevata volatilità.

2. Utilizzo della Controparte Centrale sui mercati regolamentati all'ingrosso a pronti – è attribuito un punteggio fino a 1 punto.

L'adesione alla Controparte Centrale sui mercati regolamentati all'ingrosso dei Repo è, invece, considerato requisito minimo per il mantenimento dello status di Specialista.

3.5. Operazioni di Riacquisto e di concambio

Le operazioni di riacquisto e di concambio sono uno strumento strategico per la gestione del debito pubblico. Considerate l'importanza di tali operazioni e le modalità tecniche utilizzate, il Tesoro ammette come controparti esclusivamente gli Specialisti.

La partecipazione di ogni Specialista nelle operazioni di riacquisto e di concambio è valutata fino ad un massimo di 3 punti. Il punteggio massimo assegnabile, comunque non inferiore a 1,5 punti, sarà stabilito dal Tesoro sulla base del numero e dell'ammontare complessivo delle operazioni condotte nel corso dell'anno. La performance di ciascuno Specialista sarà valutata proporzionalmente al miglior operatore.

4. Motivi di esclusione

Il Tesoro verifica, al termine del periodo di valutazione, che non siano venuti meno i requisiti per il mantenimento della qualifica di Specialista, così come specificato nei paragrafi precedenti. In particolare, l'esclusione può avvenire per:

- partecipazione nelle aste che ne comprometta il normale ed ordinato svolgimento, anche a causa di errori dovuti a carenza tecnologica quali, ad esempio, l'immissione di prezzi che comportino l'attivazione del meccanismo di salvaguardia e/o il ripetuto ricorso all'utilizzo della procedura di *recovery* (invio del fax);
- esecuzione di contrattazioni sui mercati regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato prive di significato economico e/o non finalizzate allo svolgimento di una effettiva attività di trading;
- operazioni sui mercati regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato effettuate per conto terzi;
- mancata consegna dei titoli o mancati pagamenti nella data di regolamento per le operazioni aventi come controparte il Tesoro e, qualora si verificano in misura significativa, per quelle effettuate sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato;

- mancata adesione alla Controparte Centrale sui mercati regolamentati all'ingrosso dei Repo;
- attività svolta con enti territoriali non rispondenti alla normativa vigente;
- attività non corrispondente alle aspettative del Tesoro, rispetto a quanto indicato nell'Introduzione;
- non aver mantenuto un livello di attività e di efficienza sui mercati secondari regolamentati di regola migliore di quello tenuto dalla media degli operatori principali non Specialisti o Aspiranti Specialisti.

L'esclusione può altresì avvenire qualora sia riscontrato un comportamento che pregiudichi l'efficienza del mercato secondario e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, anche sulla base dell'analisi svolta dalla Banca d'Italia – Ufficio Supervisione sui Mercati.

Il Tesoro segnala all'operatore gli eventuali comportamenti da correggere; l'esclusione dall'Elenco ha luogo qualora venga accertata la persistenza di tali comportamenti.

Nel corso del periodo di valutazione, l'esclusione dall'Elenco avviene **automaticamente** qualora venga meno uno dei requisiti di cui al paragrafo 2, lettere **a)**, **c)** e **d)** o non si aderisca alla Controparte Centrale per l'attività di negoziazione sui mercati regolamentati all'ingrosso dei Repo.

Gli Specialisti esclusi dall'Elenco non possono presentare domanda di iscrizione prima che sia trascorso un anno dalla data di esclusione.

5. Privilegi per gli Specialisti

Agli Specialisti sono riservati i seguenti criteri:

1. accesso esclusivo alle riaperture successive alle aste dei titoli a medio - lungo termine e dei BOT a 6 mesi, per un ammontare di norma pari al 10% (25% in caso di prima tranche per i titoli a medio - lungo termine) dell'importo offerto. Il termine per la partecipazione a tali riaperture è fissato di norma alle ore **15:30** del giorno successivo all'asta ordinaria;
2. accesso esclusivo alla selezione:
 - a. dei lead manager delle emissioni sindacate in Euro,
 - b. dei dealer per il programma *benchmark* in dollari statunitensi,
 - c. degli operatori per le operazioni di riacquisto bilaterali.
3. preferenza per la partecipazione alle altre emissioni in valuta e per le operazioni in derivati.

4. gli Aspiranti Specialisti ritenuti in grado di migliorare significativamente l'esito del collocamento, possono essere chiamati a far parte delle operazioni sindacate. E' però necessario che la loro performance sia in linea con le aspettative del Tesoro.

Una soddisfacente e costante performance operativa dello Specialista è condizione necessaria, ma non sufficiente, per ottenere l'assegnazione delle operazioni di cui al punto 2. Per la selezione degli operatori, infatti, il Tesoro tiene conto dei livelli e della continuità nella performance come Specialista, ma effettua le proprie scelte in base: a) alla capacità propositiva e di analisi in relazione all'operazione; b) all'idoneità della struttura di distribuzione a garantire il successo del collocamento in oggetto; c) al raggiungimento dei target stabiliti dall'emittente.

6. Come si fa a diventare Specialisti

Un Operatore Principale attivo sui mercati regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato può candidarsi a diventare Specialista in titoli di Stato qualora:

1. dimostri di soddisfare pienamente gli obblighi relativi alla qualifica di Operatore Principale;
2. dia evidenza di possedere un'idonea struttura organizzativa e una soddisfacente conoscenza del funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani sul piano normativo, tecnico e organizzativo, da verificarsi anche attraverso incontri mirati con il Tesoro.

Gli operatori che, da gennaio a settembre di ogni anno, abbiano manifestato al Tesoro la loro intenzione alla candidatura⁹, devono presentare formale richiesta entro fine settembre, purché al momento della presentazione della domanda dimostrino di aver soddisfatto pienamente gli obblighi relativi al mantenimento della qualifica di Operatore Principale per almeno 12 mesi.

Il Tesoro, entro 90 giorni dalla data di presentazione della domanda, verifica la sussistenza dei requisiti di struttura di cui al paragrafo 2. In caso positivo il Tesoro autorizza l'operatore ad assumere lo status di Aspirante Specialista e ad iniziare, con decorrenza 1° Gennaio dell'anno successivo a quello di presentazione della domanda, il periodo di osservazione della durata di 12 mesi.

⁹ L'Ufficio II della Direzione II (Debito Pubblico) del Dipartimento del Tesoro, una volta informato dell'intenzione alla candidatura in tempi congrui, fornirà tutte le indicazioni necessarie perché l'operatore possa formalizzare la richiesta.

Durante il periodo di osservazione l'Aspirante Specialista deve:

- sottoscrivere una quota di primario, su base annuale, non inferiore al 3% (paragrafo 3.2); tale quota annuale deve essere ottenuta con aggiudicazioni non concentrate in un ristretto numero di aste e/o strumenti e con una partecipazione che non ne pregiudichi il corretto svolgimento;
- conseguire una valutazione soddisfacente nell'attività svolta sul mercato secondario (paragrafo 3.3);
- contribuire sostanzialmente al miglioramento dell'efficienza complessiva della gestione del debito, anche dimostrando continuità nella performance sul Mercato Primario e Secondario e proponendo contributi utili per la definizione delle scelte di emissione e di gestione del debito;
- ottemperare all'obbligo di riservatezza riguardo alle informazioni cui lo status di Aspirante Specialista dà accesso;

Il periodo di osservazione può essere prolungato in relazione a eventuali criticità operative riscontrate nel corso dello stesso.

7. Trasferimento della qualifica di Specialista (switch)

Il Tesoro può autorizzare, dietro richiesta motivata, il trasferimento della qualifica di Specialista in titoli di Stato da un operatore ad un altro purché appartenente al medesimo gruppo. Tale richiesta è accolta qualora il soggetto entrante produca documentazione che dimostri:

1. l'appartenenza allo stesso gruppo del soggetto al quale si sostituisce;
2. la decisione di trasferire la qualifica di Specialista, comprovata da qualsiasi atto ufficiale;
3. il possesso di un patrimonio netto di vigilanza pari ad almeno € 38.734.267;
4. l'autorizzazione ad operare sui Mercati Regolamentati all'Ingrosso dei Titoli di Stato in qualità di Operatore Principale;
5. la sottoscrizione della convenzione con Banca d'Italia per la partecipazione alle operazioni di collocamento, acquisto e con cambio dei titoli di Stato (Servizio Politica Monetaria e del Cambio – via Nazionale, 91 – 00184 Roma).

Per quanto riguarda la posizione nella graduatoria stilata dal Tesoro, l'operatore entrante nella qualifica di Specialista subentra nella stessa posizione dell'operatore uscente, mentre per le riaperture successive alle aste dei titoli a medio e lungo termine e del BOT a sei mesi, la quota di diritto viene azzerata nel caso in cui, nel passaggio, non venga mantenuto il codice ABI dell'operatore uscente.

Per la suddetta istanza il Tesoro effettua le necessarie verifiche e comunica l'esito della richiesta nel più breve tempo possibile, e comunque non oltre 60 giorni.

Appendice Tecnica

Metodologia di calcolo dei parametri di valutazione degli Specialisti in Titoli di Stato

Anno 2009

Nel presente documento si descrive la metodologia di calcolo dei parametri utilizzati per il monitoraggio e la valutazione della performance, sul mercato primario e secondario, degli Specialisti in Titoli di Stato per l'anno 2009.

Il valore dei parametri relativi al *Mercato Primario*, al *Mercato Secondario* e *Capacità Distributiva* (per la sola parte relativa al mercato regolamentato all'ingrosso e con l'esclusione dell'indice di efficienza elaborato dalla Banca d'Italia) e alle *Operazioni di Concambio e Buyback* verrà comunicato mensilmente.

L'attribuzione del punteggio per i parametri relativi al *Mercato Primario*, *Mercato Secondario* e *Capacità Distributiva* è effettuata al termine di ogni trimestre sulla base della performance media rilevata dall'inizio del periodo di valutazione annuale (1° gennaio). I parametri *Operazioni di Concambio e Buyback*, *Struttura Organizzativa* e *Controparte Centrale* sono invece valutati alla fine dell'anno.

8. Mercato Primario (cfr. par. 3.2)

1.1. Indicatore quantitativo: Quota di sottoscrizione

La quota di aggiudicazione di primario utilizzata per la valutazione degli Specialisti è calcolata ponderando gli importi sottoscritti di ciascuna tipologia di titolo con pesi che tengono conto non solo delle caratteristiche finanziarie dei titoli medesimi ma anche dello status del titolo collocato (*on the run* – *off the run*).

Tabella 1 - *Pesi utilizzati per il calcolo della quota di aggiudicazione sul Mercato Primario dei Titoli di Stato*

TITOLI	BOT 3 mesi	BOT 6 mesi	BOT 12 mesi	CTZ 24 mesi	BTP/BTP€i 3 anni	BTP/BTP€ i 5 anni	BTP/BTP€i 10 anni	BTP/BTP€i 15 anni	BTP/BTP€i 30 anni	CCT
On the run	0,25	0,5	1	2	2,5	4	7	9,5	13	4
Off the run					1,25	2	3,5	4,75	6,5	4

Nota: Ai fini dell'attribuzione del peso, per i titoli BTP e BTP€i off-the-run, si fa riferimento alla vita residua del titolo oggetto dell'emissione.

Per il calcolo della quota di aggiudicazione in un determinato periodo di tempo, è presa in considerazione la data di regolamento delle aste.

Allo Specialista è assegnato un punteggio, compreso fra **0** e **33**, in proporzione alla quota di aggiudicazione ottenuta nel periodo di riferimento. Dà luogo ad attribuzione del punteggio l'aggiudicazione di una quota superiore al minimo richiesto per il mantenimento della qualifica di Specialista (3%) fino ad una soglia massima del 6%. Al di sopra di tale soglia non verrà attribuito alcun punteggio.

Il punteggio del parametro quantitativo è assegnato secondo la seguente formula:

$$P_S = \frac{Q_S - Q_{\min}}{Q_{\max} - Q_{\min}} P_{\max}$$

dove:

P_S è il punteggio assegnato allo Specialista, comunque non superiore a **33** punti;

P_{\max} è il punteggio massimo attribuito al parametro quantitativo del mercato primario (**33** punti);

Q_S è la quota di primario aggiudicata, nel periodo di riferimento, dall'operatore di cui si valuta la performance. Per valori superiori al 6%, $Q_S = 6\%$;

Q_{\min} è la quota di aggiudicazione minima sul mercato primario (3%);

Q_{\max} è la quota di aggiudicazione massima per l'attribuzione di punteggio (6%).

1.2. Indicatore Qualitativo: Auction Aggressivity Index (AAI)

La valutazione qualitativa della partecipazione al mercato primario¹⁰ è effettuata sulla base di un indicatore, denominato *Auction Aggressivity Index* (AAI), che misura il contributo della strategia attuata in asta dall'operatore nel determinare lo scostamento del prezzo di aggiudicazione dal *fair value* del titolo. L'indicatore misura il grado di aggressività della strategia, ovvero l'effetto combinato dello scostamento dei prezzi presentati dal livello di mercato (*overbidding*) associato a quantità richieste che razionano l'ammontare disponibile al resto dei partecipanti (*overdemanding*).

L'AAI assume valori non negativi; valori dell'AAI uguali o vicini a zero indicano una strategia per nulla o poco aggressiva.

L'attribuzione del punteggio è effettuata come di seguito indicato

0% < AAI < 0.2%	14 punti
0.2% < AAI < 1.2%	0 - 14 punti, in proporzione al valore dell'AAI
AAI > 1.2%	0 punti

9. Mercato Secondario e Capacità distributiva (cfr. par. 3.3)

2.1. Indice di qualità di quotazione – QQI

L'elaborazione dell'indice è basata su rilevamenti ad elevata frequenza (che approssimano una rilevazione in tempo continuo), effettuati per ogni giornata di mercato, sul *book* delle proposte di ciascun titolo.

¹⁰ Limitatamente alle aste di collocamento dei titoli in corso di emissione (on the run) dei BTP, BTP€i e CTZ Per gli strumenti di breve termine (BOT), che sono emessi con un meccanismo di asta competitiva, è stato costruito un diverso indicatore di aggressività. Il grado di aggressività di una strategia è misurato in ragione del contributo nel determinare il prezzo medio ponderato e, pertanto, tiene conto dell'effetto combinato dello scostamento dei prezzi presentati (se superiori) dal livello del mercato secondario e delle quantità ad essi associate. L'aggressività così misurata viene valutata all'interno della valutazione della Struttura Organizzativa data dal Tesoro.

Per ogni rilevazione viene individuato il posizionamento dello Specialista nel *book* delle proposte del titolo rispetto al *best*, sia sul lato “denaro” che sul lato “lettera” (*bid* e *ask*). Per ciascun titolo, si procede al calcolo del posizionamento medio (media semplice) dello Specialista, relativo alla giornata di mercato.

I posizionamenti relativi a ciascun titolo vengono aggregati (media semplice) ottenendo il posizionamento medio dello Specialista relativamente alla giornata di mercato considerata. L'assenza dello Specialista dal *book* comporta un peggioramento del posizionamento medio e quindi della performance misurata dall'indice QQI¹¹.

Il QQI per un arco temporale di riferimento (per esempio un mese) si ottiene attraverso l'aggregazione, con media semplice, dei valori giornalieri dell'indice sopra illustrati.

A valori del QQI più bassi, che indicano un posizionamento medio complessivo più prossimo ai *best price*, corrisponde una performance migliore.

Ad ogni Specialista è assegnato un punteggio, fino ad un massimo di **8** punti, in proporzione al valore che assume l'indicatore QQI.

2.2. Contributo alla profondità del mercato - DCI

Come per l'indicatore QQI descritto nel paragrafo precedente, l'elaborazione dell'indice DCI è basata su rilevamenti ad elevata frequenza, effettuati per ogni giornata di mercato, sul *book* delle proposte di ciascun titolo.

Per ogni rilevazione viene individuata la quantità offerta dallo Specialista, sia sul lato “denaro” che sul lato “lettera” (*bid* e *ask*). Per ciascun titolo, si procede al calcolo della quantità media ponderata quotata dallo Specialista nella giornata di mercato, pesando le quantità osservate nelle rilevazioni con coefficienti decrescenti in funzione del posizionamento della quotazione nel *book* rispetto al prezzo *best*.

Le quantità medie ponderate di ciascun titolo vengono aggregate (media semplice) ottenendo la quantità media quotata dallo Specialista relativamente alla giornata di mercato considerata.

Il DCI per un arco temporale di riferimento (normalmente un mese), si ottiene attraverso l'aggregazione, con media semplice, dei valori giornalieri dell'indice sopra illustrati.

A valori più elevati del DCI, che indicano una quantità offerta media complessiva più elevata, corrisponde, quindi, una performance migliore.

Ad ogni Specialista è assegnato un punteggio, fino ad un massimo di **8** punti, in proporzione al valore che assume l'indicatore DCI.

2.3. Attività di negoziazione sui mercati regolamentati all'ingrosso a pronti

Considerato il numero di giornate di apertura del mercato nel periodo di riferimento, il parametro è calcolato come percentuale dei volumi scambiati dall'operatore sul totale dei mercati regolamentati all'ingrosso a pronti (quota di mercato).

Al miglior Specialista è attribuito un punteggio di **4** punti. A tutti gli altri Specialisti con una quota di mercato superiore a quella media degli Operatori Principali che non sono Specialisti o Aspiranti Specialisti, viene attribuito proporzionalmente un punteggio compreso tra **4** e **0**. Per gli Specialisti con una quota di mercato inferiore a quella media degli Operatori Principali non Specialisti o Aspiranti Specialisti viene attribuito un punteggio pari a **0**.

2.4. Attività di negoziazione sui mercati regolamentati all'ingrosso dei Repo

Considerato il numero di giornate di apertura del mercato nel periodo di riferimento, il parametro è calcolato, sia per il segmento *General Collateral* sia per il segmento *Special Repo*, come percentuale dei volumi negoziati, aggiustati per la durata, sul totale complessivo del segmento (quota di mercato)¹². Al miglior Specialista, su ciascun segmento, è attribuito un punteggio massimo di **2** punti. Un punteggio compreso fra **2** e **0** è attribuito proporzionalmente agli altri Specialisti che abbiano una quota di mercato superiore a quella media degli Operatori Principali che

¹¹ Il meccanismo di rilevazione prevede uno strumento di controllo che evita di considerare assente un operatore "tecnicamente sospeso" perché ha appena concluso un contratto.

¹²I volumi aggiustati per la durata sono ottenuti moltiplicando il volume nominale negoziato per il numero di giorni in cui l'operazione rimane effettiva (numero di giorni che intercorrono fra la componente a pronti e la componente a termine).

non siano Specialisti o Aspiranti Specialisti. Per gli Specialisti con una quota di mercato inferiore a quella media degli Operatori Principali non Specialisti o Aspiranti Specialisti verrà attribuito un punteggio pari a **0**.

2.5. Attività di negoziazione sui sistemi di negoziazione di tipo elettronico a pronti

Il parametro valuta l'attività di negoziazione dello Specialista sui sistemi di negoziazione di tipo elettronico. Tale indicatore, per l'elaborazione del quale si tiene conto delle informazioni contenute nel report armonizzato HRF¹³, è calcolato come percentuale dei volumi scambiati dall'operatore sul totale dei sistemi di negoziazione di tipo elettronico (quota di mercato).

Al miglior Specialista è attribuito un punteggio di **2** punti. Un punteggio compreso fra **2** e **0** è attribuito proporzionalmente agli altri Specialisti.

2.6. Indice di Efficienza elaborato dalla Banca d'Italia

I titoli quotati sono suddivisi in ogni giornata operativa in 7 classi in considerazione del comparto di appartenenza e del loro grado di liquidità. Per ciascuna classe vengono considerati i seguenti parametri indicativi del contributo all'efficienza complessiva del mercato da parte di ciascun operatore principale:

- *spread* medio ponderato per il tempo di esposizione in pagina;
- volume delle applicazioni ricevute;
- numero dei titoli quotati;
- numero dei titoli trattati;
- somma delle quantità quotate ponderate per il tempo di esposizione in pagina.

Per consentire il confronto tra grandezze non omogenee, in quanto facenti riferimento a titoli con caratteristiche finanziarie e gradi di liquidità diversi, vengono compiuti dei processi di standardizzazione dei dati utilizzati per l'analisi. I parametri giornalieri, calcolati per ciascun

¹³ *Harmonised Reporting Format*. Ulteriori informazioni sono disponibili al seguente indirizzo [http:// ec.europa.eu /economy_finance/ efc/ efc_reports_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/efc/efc_reports_en.htm).

operatore nell'ambito di ciascuna classe di liquidità, vengono successivamente aggregati su base periodale al fine di effettuare una valutazione comparativa del comportamento di tutti gli operatori principali del mercato. Viene quindi costruita una graduatoria complessiva che costituisce la base per l'attribuzione del punteggio da parte del Tesoro.

Al termine di ogni trimestre, sono attribuiti **6** punti al miglior Specialista. Un punteggio compreso fra **6** e **0** è attribuito proporzionalmente agli altri Specialisti.

2.7. Capacità distributiva sul mercato a pronti

Il parametro valuta la capacità complessiva dello Specialista di distribuire l'intera gamma di strumenti emessi dal Tesoro. L'indicatore è elaborato trimestralmente sulla base delle informazioni contenute nel report armonizzato HRF, che fornisce il dettaglio dell'attività di negoziazione per tipologia di titolo e vita residua, area geografica e tipologia delle controparti, sistemi di trading.

Al termine di ogni trimestre, sono attribuiti **2** punti allo Specialista che abbia ottenuto la migliore performance. Un punteggio compreso fra **2** e **0** è assegnato proporzionalmente agli altri Specialisti.

2.8. Capacità distributiva sul mercato Repo

E' un indicatore sintetico che misura la qualità dell'attività di negoziazione dei titoli di Stato, effettuata al di fuori dei mercati regolamentati all'ingrosso, sul segmento Repo, in termini di diversificazione della tipologia di titolo, delle controparti e dei sistemi utilizzati.

Il parametro è calcolato trimestralmente sulla base dei dati comunicati dallo Specialista mediante il formato definito dal Tesoro congiuntamente con la Banca d'Italia.

Al termine di ogni trimestre, sono attribuiti **3** punti allo Specialista che abbia ottenuto la migliore performance. Un punteggio compreso fra **3** e **0** è assegnato proporzionalmente agli altri Specialisti.