



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"I Primary Dealer: il loro ruolo nelle Aste del Tesoro e nel mercato
secondario"**

RELATORE:

CH.MO/A PROF./SSA RUSSO ALESSIA


LAUREANDO/A: DE PIERI RICCARDO

MATRICOLA N. 2032011

ANNO ACCADEMICO 2024 – 2025

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) 

Indice	
Introduzione.....	4
Il Primary Dealer	5
I requisiti.....	6
I Privilegi	7
I Primary Dealer in Italia e la valutazione da parte del Tesoro	8
I titoli di Stato.....	17
Il mercato di collocamento dei titoli di stato	20
Il mercato primario: aste del tesoro e sindacati di collocamento.	20
Il mercato secondario: lo scambio tra investitori e le piattaforme di scambio	21
La Convenzione con la Banca d'Italia.....	23
Conclusione	26
Sitografia	27

Introduzione

Ogni Stato Sovrano finanzia la propria spesa pubblica attraverso un fabbisogno di risorse reperibile su tre canali: Entrate Tributarie, Entrate Extra-Tributarie e il ricorso all'indebitamento.¹

Le Entrate Tributarie, per definizione, rappresentano la forma di finanziamento ordinaria dello Stato². Si tratta di tutto quel denaro che proviene direttamente dai cittadini attraverso l'imposizione fiscale, con imposte, tasse, canoni eccetera.

Le entrate Extra Tributarie, invece, non gravano sui cittadini, derivano, infatti, da altre fonti come, per esempio, la Vendita di immobili o di attività economiche (attorno agli anni 2000 è iniziato un processo di privatizzazione delle società con partecipazione pubblica) oppure attraverso la gestione del patrimonio pubblico.

L'indebitamento, infine, è uno strumento utilizzato dallo Stato per coprire il disavanzo generatosi tra le spese da sostenere e le entrate sopra descritte e consente di ottenere liquidità

¹ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, Relazione illustrativa al Disegno di Legge di Bilancio 2026-2028. Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze . Pag:20 Tabella I.4.a- Previsioni del Disegno di legge di bilancio 2026-2028. Entrate di competenza. 2025 Disponibile su:
<https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE->

[I/attivit _istituzionali/formazione_e_gestione_del_bilancio/bilancio_di_previsione/bilancio_finanziario/.](https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-)

² Id, Pag:20 Tabella I.4.a

immediata senza che la pressione fiscale sulla cittadinanza aumenti. Questo avviene con l'emissione di Titoli di Stato, anche conosciuti come Titoli di debito o Obbligazioni.³

Questi sono uno strumento finanziario emesso da un ente pubblico o privato che necessita di liquidità dietro il pagamento di un interesse.

Nel caso specifico dei Titoli di Stato, l'emittente è lo Stato tramite il Dipartimento del Tesoro (organo del Ministero dell'Economia e delle Finanze)⁴.

Lo Stato, dunque, dispone di diverse forme per finanziare la spesa pubblica, di cui le Entrate Tributarie rappresentano la fonte principale, seguite dall'indebitamento. Tuttavia, è importante considerare che se quest'ultimo raggiunge un livello elevato può portare a situazioni critiche. Ad esempio, la possibilità che gli interessi annuali diventino così elevati da superare la quota destinata al rimborso del capitale del debito. In casi estremi, un aumento eccessivo degli interessi potrebbe rendere lo Stato incapace di far fronte nei tempi previsti alle obbligazioni in scadenza, portandolo a una situazione di default.

In questa tesi, si analizzerà la figura dei *Primary Dealer* (o Specialisti in Titoli di Stato), intermediari finanziari, come per esempio le banche, e il loro supporto allo Stato per l'indebitamento e agli investitori retail. Inoltre, si approfondiranno gli obblighi, gli incentivi e i requisiti propri della loro figura, nonché il loro ruolo nel mercato primario e secondario, in particolare nei momenti di crisi.

Il Primary Dealer

Il Primary Dealer è una figura necessaria per il corretto funzionamento del mercato dei titoli di stato. Sono degli intermediari finanziari che hanno ottenuto una qualifica speciale da parte del MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) e l'iscrizione nell'elenco gestito dalla Banca d'Italia⁵. I Primary Dealer svolgono una funzione fondamentale in due mercati relativamente connessi: le Aste del Tesoro e il mercato secondario. Nel primo, svolgono la funzione di acquistare i Titoli di Stato emessi dal Tesoro⁶. Nel secondo, invece, rappresentano

³ BANCO BPM, "*Titoli di Stato*". Disponibile su: <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/titolo-di-stato/>

⁴ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, "*Dipartimento*". Disponibile su: <https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/>

⁵ DIZIONARI SIMONE, "*Primary Dealer*". Disponibile su: <https://dizionari.simone.it/6/primary-dealer>

⁶ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, "*Specialisti in Titoli di Stato*". Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/specialisti_titoli_stato/

dei “*Market maker*” (coloro che garantiscono la negoziabilità di determinati titoli⁷) e si impegnano a garantire la liquidità del mercato.⁸

Nei successivi paragrafi verranno analizzati i requisiti per ottenere la qualifica, gli incentivi e i criteri di valutazione a cui sono sottoposti. Infine, sarà fornita una lista degli intermediari italiani in possesso della qualifica. Per fare questa analisi sono stati utilizzati:

- Il Decreto Dirigenziale n. 993039 - 11 novembre 2011 “Selezione e Valutazione degli Specialisti in titoli di Stato”
- Articolo 23, comma 2, del regolamento 216/2009
- La Convenzione con la Banca d’Italia.

I requisiti

I soggetti che presentano la richiesta per l’ottenimento di tale qualifica dovranno avere delle specifiche caratteristiche. In primo luogo, devono possedere una struttura organizzativa che gli consenta l’efficiente partecipazione al mercato primario, Aste del Tesoro, e nei mercati di scambio all’ingrosso⁹(cfr. Mercato secondario). Poi gli intermediari interessati devono svolgere attività bancarie o di investimento ed essere già operanti in mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione avendo sede legale nel Unione Europea¹⁰. I soggetti che possiedono queste caratteristiche potranno fare richiesta per l’ottenimento di tale qualifica. Tra i soggetti richiedenti il MEF selezionerà i soggetti aventi un patrimonio minimo di vigilanza di 50 milioni, con una struttura adeguata a una partecipazione efficiente nei due mercati di riferimento dei Titoli di Stato, durante il collocamento da parte del Dipartimento del Tesoro e nella distribuzione agli investitori finali.

Gli intermediari selezionati dal ministero delle finanze avranno un periodo di osservazione, della durata di sei mesi¹¹, dove verrà valutata la loro partecipazione nei mercati di riferimento utilizzando i seguenti requisiti:

- Obbligo di sottoscrivere una quota non inferiore al 3% su base annua di tutti i titoli collocati in asta, che verrà calcolata tenendo conto delle caratteristiche finanziarie dei vari titoli e la valutazione di partecipazione alle aste, ossia la continuità di partecipazione¹²;

⁷ BORSA ITALIANA, “*Market Maker*”. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-maker.html>

⁸ BORSA ITALIANA, “*Glossario finanziario-Specialista*”. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/specialista.html>

⁹ Decreto 216/2009 art.23.

¹⁰ Decreto n. 216/2009 art.23 c.1

¹¹ Decreto n.99025/2021,

¹² Decreto n. 993039/2011

- I Primary Dealer devono essere efficienti anche nelle negoziazioni nei mercati di scambio dei titoli all'ingrosso, fornendo un contributo al volume di scambi, alla liquidità e alla profondità del mercato¹³;
- Supporto per ottenere una gestione efficiente del debito pubblico, fornendo contributi nella scelta dei titoli e future emissioni¹⁴.

Una volta decorso il termine il periodo di osservazione e l'Aspirante specialista avendo soddisfatto tutti i requisiti appena descritti sarà iscritto nell'Elenco.¹⁵

I Privilegi

Gli intermediari finanziari che riescono ad ottenere l'iscrizione nell'Elenco dei Primary Dealer ottengono anche dei privilegi. Il primo, non scritto, è quello di ottenere una qualifica fornita dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e dalla Banca d'Italia, che gli fornisce un riconoscimento di affidabilità agli occhi di investitori esterni.

I privilegi stabiliti dalla legge, invece, sono sanciti dal *Decreto N.993039/2011*.

Tra questi ci sono: l'accesso esclusivo alle riaperture delle Aste dei Titoli che possiedono tale opzione, alle Aste di concambio, uno strumento molto utile per la gestione del Debito pubblico che consente al Tesoro di effettuare uno scambio tra i Titoli di vecchia emissione e i titoli di nuova emissione¹⁶, e riacquisto dei Titoli di Stato già in circolazione per un importo già stabilito e attraverso asta competitiva con il supporto della Banca d'Italia.¹⁷

In aggiunta, è concesso loro di esprimere la preferenza sulla partecipazione ad altre emissioni in valuta e sulle operazioni con derivati¹⁸; nonché l'accesso esclusivo per la selezione:

- Del lead manager, intermediario finanziario che dirige e coordina un consorzio di collocamento¹⁹, per le emissioni sindacate, viene dato mandato a un gruppo di banche di collocare un determinato ammontare di un titolo di Stato per il quale è stata prevista l'emissione²⁰, in euro²¹.

¹³ Decreto n.993039/2011.

¹⁴ Decreto n.993039/2011.

¹⁵ Decreto n.993039/2011.

¹⁶ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, "Cosa sono le operazioni di Concambio?". Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/investire_titoli/#faq_0016.html

¹⁷ Id, "Asta di riacquisto titoli di Stato in Banca d'Italia". Disponibile su: <https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2025/Asta-di-riacquisto-di-titoli-di-Stato-in-Banca-dItalia-00018>

¹⁸ Decreto n.993039/2011.

¹⁹ BORSA ITALIANA, "Lead Manager". Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/lead-manager.html>

²⁰ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, "Cosa sono i sindacati di collocamento?". Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/investire_titoli/#faq_0016.html

²¹ Decreto n.993039/2011.

- “dei dealer per il programma benchmark in dollari statunitensi²²”;
- “degli operatori per le operazioni di riacquisto bilaterali”²³

I “*Primary Dealer*” che hanno rispettato le aspettative del Ministero e che offrano la possibilità di migliorare l’esito del collocamento vengono selezionati per la partecipazione alle operazioni di collocamento sindacate. Comunque, una performance adeguata non risulta sufficiente per essere scelti, infatti il Ministero tiene in considerazione requisiti aggiuntivi riferendosi: “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 degli obiettivi stabiliti dall’emittente.”²⁴

I Primary Dealer in Italia e la valutazione da parte del Tesoro

L’elenco dei Primary Dealer che sono autorizzati ad operare è tenuto dalla Banca d’Italia e dal Ministero delle Economia e delle Finanze. Nell’ultimo elenco fornito dal MEF, il numero degli intermediari finanziari che sono in possesso di questa qualifica è di ventidue, di cui cinque sono istituti italiani. Questi sono: Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A, Banco BPM S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A e UniCredit S.p.A²⁵. Le banche appena elencate sono tra le principali Italiane con una capitalizzazione complessiva di mercato di €158,44 miliardi²⁶, sottolineando la rigidità per l’acquisizione della qualifica.

L’operatività dei Primary Dealer è sottoposta annualmente a valutazione da parte del Tesoro. Viene valutata la loro partecipazione al mercato primario, mercato secondario, operazioni di concambio e riacquisti e infine viene valutata la struttura organizzativa.²⁷

Valutazione nel mercato primario

Come per la valutazione degli Aspiranti specialisti in Titoli di Stato, i Primary Dealer su base annua devono partecipare continuativamente alle aste del Tesoro sottoscrivendo una quota

²² Decreto n.993039/2011.

²³ Decreto n.993039/2011.

²⁴ Decreto n.993039/2011.

²⁵ MINISTERO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZE, “*Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato*”, 2025.

Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/elenco_specialisti/elenco/Elenco-degli-Specialisti-in-titoli-di-Stato-Dal-1-maggio-2025.pdf

²⁶ BEATRICE ELERDINI, “*Banche italiane più grandi per capitalizzazione*”. 2025. In Creditnews, disponibile su: <https://www.creditnews.it/banche-italiane-piu-grandi/>

²⁷ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024

non inferiore al 3% del volume emesso, basandosi sempre sulle caratteristiche dei Titoli emessi.²⁸

Il Dipartimento del Tesoro utilizzerà due criteri per valutare la loro attività: uno qualitativo e uno quantitativo.²⁹

Nella valutazione quantitativa viene fornito allo specialista un valore da 0 a 28, calcolato secondo la seguente formula:

$$P_s = \frac{Q_s - Q_{\min}}{Q_{MAX} - Q_{\min}} P_{MAX}$$

30

Dove Ps rappresenta il punteggio assegnato, Pmax è il punteggio massimo assegnato, Qs indica la quota di primario che il Primary Dealer si è aggiudicato nel periodo di riferimento, Qmin è la quota di aggiudicazione minima per l'attribuzione del punteggio e Qmax rappresenta la quota di attribuzione massima del punteggio.

Di seguito è riportata la tabella per l'assegnazione del valore Qs:

TITOLI	BOT 3 mesi	BOT 6 mesi	BOT 12 mesi	BTP Short Term	BTP 3 anni	BTP 5 anni	BTP 7 anni	BTP 10 anni	BTP 15 anni	BTP 20 anni	BTP 30 anni	BTP 50 anni	CCTeu
On the run	0,25	0,50	1,25	3,50	3,50	5,00	6,00	7,50	13,00	15,00	20,00	25,00	7,00
Off the run				1,75	1,75	2,50	3,00	3,75	6,50	7,50	10,00	12,50	7,00
TITOLI					BTPGi / BTP Italia 3 anni	BTPGi / BTP Italia 5 anni	BTPGi / BTP Italia 7 anni	BTPGi / BTP Italia 10 anni	BTPGi / BTP Italia 15 anni	BTPGi / BTP Italia 20 anni	BTPGi / BTP Italia 30 anni		
On the run /Off the run					5,00	7,00	8,00	9,50	16,00	18,00	24,00		

31

L'indicatore, invece, qualitativo viene suddiviso in due categorie: abbiamo l'indicatore qualitativo per le aste a medio-lungo termine e per le aste BOT.

Nel caso della valutazione qualitativa del medio-lungo termine viene utilizzato un indicatore denominato "Auction Aggressivity Index" (di seguito AAI), con la funzione di misurare il contributo della strategia utilizzata in asta per la determinazione dello scostamento di prezzo tra il prezzo di aggiudicazione e il prezzo nel mercato secondario³²

²⁸ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .5 c.1,

²⁹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .5 c.2.

³⁰ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .6 c.1 e 2

³¹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .6 C. 2 e 3

³² Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art.7 c. 1

L'indicatore AAI è utilizzato per le aste dei Titoli BTP, BTP€i, BTP green e CCTeu sia *on the run* (in corso di emissione) sia *off the run*.³³

Il punteggio viene assegnato basandosi sull'intensità media dell'AAI, il cui calcolo viene effettuato su ogni asta oggetto di valutazione, e assegnato secondo la seguente tabella:

Intensità del parametro AAI	Punteggio
0% < AAI < 0,2%	12 punti
0,2% < AAI < 1,2%	0 - 12 punti, in proporzione al valore dell'AAI
AAI > 1,2%	0 punti

34

Nel caso delle aste BOT l'indicatore di partecipazione qualitativa "BAAI" vuole premiare il supporto fornito per ogni collocazione. Si compone di due indicatori:

- "Indicatore di aggressività entro soglia", va a misurare lo scostamento tra il rendimento medio dell'asta e delle offerte, viene calcolato fino al raggiungimento della quota di soglia. All'indicatore è assegnato un rendimento compreso tra 1 e 10 e la sua intensità dipende dalla distanza positiva tra il rendimento medio ponderato e quello dello specialist e la quantità domandata che si associa alla distanza.³⁵
- "Indicatore di aggressività oltre soglia", misura lo scostamento tra il rendimento medio ponderato dell'asta e il rendimento medio di ciascun specialista sulle sole offerte eccedenti la quota di soglia. All'indicatore è assegnato un punteggio da 10 a 0 calcolato su due parametri: la distanza del rendimento medio ponderato dell'asta con il rendimento medio ponderato dell'operatore e la quantità domandata ricollegabile alle offerte dello specialist.³⁶

Per il calcolo dell'indicatore BAAI si utilizza una somma algebrica dei due valori assegnati rispettivamente all'"Indicatore di aggressività entro soglia" e all'"Indicatore di aggressività oltre soglia"³⁷

Infine, per l'analisi dell'attività del Primary Dealer viene osservata anche la sua partecipazione alle aste che deve essere continuativa. Inoltre, si valuta il numero di volte che durante la partecipazione ad un'asta l'operatore non abbia richiesto una quota di sottoscrizione di almeno il 5,5% sulla quantità offerta di ciascun titoli in emissione. Rappresenta un

³³Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .7 c.3

³⁴ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .7 c.4

³⁵ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .8 c.1

³⁶ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .8 c.1

³⁷ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art .8 c.2

valutazione che è volta alla penalizzazione, assegnando fino a un massimo di 4 punti di penalizzazione, degli *specialist* che non rispettano le soglie minime di sottoscrizione.³⁸

Valutazione sul mercato secondario

La valutazione dell'operatività di ogni Primary Dealer nel mercato secondario pone la sua concentrazione sulla garanzia di continuità e profondità del mercato, oltre che alla capacità di riuscire a fornire un'adeguata distribuzione dei vari titoli di Stato tra i vari investitori.³⁹

Come prima analisi viene utilizzato l'”Indice di qualità di quotazione” (di seguito QQI), questo indicatore si basa su una rilevazione ad alta frequenza effettuato giornalmente sul libro delle proposte dei titoli di stato per ciascun Primary Dealer⁴⁰.

Lo strumento QQI analizza tutte le proposte presentate sul “libro degli ordini” (o *book*) del titolo, andando a determinare il posizionamento medio dello Specialista rispetto all'operatore con il miglior piazzamento, si esaminano sia le offerte sul lato denaro (*Bid*) che sul lato lettera (*Ask*).

Per il calcolo della posizione media vengono utilizzati dei coefficienti crescenti rispetto alla posizione nel *book*, premiando così i Primary Dealer che presentano i migliori prezzi sia sul lato “*Bid*” che sul lato “*Ask*”. Come mostrato nella tabella successiva a valori dell'indicatore QQI più bassi corrisponde una performance migliore.⁴¹

Di seguito viene riportata la tabella di assegnazione del coefficiente:

Valori assegnati	
Posizione nel <i>Book</i>	Coefficiente
1	0
2	5
3	8
4	9
5	10
...	...
Assente	28

42

³⁸ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art. 9

³⁹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024, art. 10

⁴⁰ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11 c.1

⁴¹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.2

⁴² Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.3

Una volta assegnato il punteggio giornaliero relativo a ciascun titolo, vengono aggregati, attraverso una media semplice, per classi di titoli ponendo quindi una differenziazione rispetto alle differenti caratteristiche finanziarie. Di seguito è riportato lo schema di aggregazione:

BOT – BTP (inclusi BTP <i>Green</i>)						BTPEi/ BTP Italia	CCTeu
≤ 18 mesi	18 mesi ≤ 3 anni	3 ≤ 5 anni	5 ≤ 10 anni	10 ≤ 24 anni	> 24 anni		

43

Effettuata l’aggregazione secondo lo schema appena mostrato viene assegnato un punteggio di classe a ciascun Primary Dealer, che si basa sul valore ottenuto dall’indicatore QQI . I punteggi assegnati sono:

- “Il punteggio relativo alle classi di titoli nominali con scadenza fino a 18 mesi e compresa tra i 18 mesi e i 3 anni è pari a 0,8.”⁴⁴
- “Il punteggio riferito alla classe di titoli nominali con scadenza compresa tra i 10 anni ed i 24 anni è pari a 2”⁴⁵
- “Il punteggio relativo ai titoli con scadenza superiore ai 24 anni è 2,5”⁴⁶
- “Per tutte le altre classi di titoli, il punteggio è pari a 1”⁴⁷

Alla fine dell’attribuzione dei punteggi per classe, questi vengono sommati, prendendo i punteggi migliori, e assegnando un punteggio di massimo 7 punti.⁴⁸

Il secondo tipo di analisi a cui sono sottoposti è quello dei “Volumi Scambiati a Pronti”, cioè il mercato nel quale lo scambio dei titoli avviene con liquidazione immediata⁴⁹, calcolati secondo due ponderazioni.

La prima prende in considerazione le caratteristiche dei titoli e i volumi vengono ponderati secondo la tabella di attribuzione del valore Qs (cfr. pagina 9), con la differenza che non c’è la suddivisione in titoli “*on the run*” e “*off the run*”.⁵⁰

In secondo luogo, i volumi calcolati sono riportati ai volumi scambiati sui mercati di riferimento prestando attenzione che il Primary Dealer abbia effettuato un’operazione da preponente o ordinante. Nel caso del primo verrà assegnato un punteggio di 1 nel caso del secondo un punteggio di 0,4.⁵¹

⁴³ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.4

⁴⁴ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.5

⁴⁵ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.5

⁴⁶ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.5

⁴⁷ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.5

⁴⁸ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 11c.5

⁴⁹ BORSA ITALIANA, “*Mercato a pronti*”, Disponibile su:

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-a-pronti.html>

⁵⁰ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 12

⁵¹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 12

Il miglior Primary Dealer otterrà una valutazione di 8 punti, mentre per gli altri sarà fatta una suddivisione. Per gli Specialisti in titoli di Stato che abbiano avuto una quota di mercato maggiore rispetto ai market maker non Specialisti otterranno un punteggio tra 0 e 8, mentre per i Primary Dealer con una quota di mercato inferiore a quella dei market maker non Specialisti otterranno un punteggio di 0.⁵²

La terza analisi per la valutazione è applicata ai “Volumi scambiati attraverso operazioni di autohedging”⁵³, cioè delle operazioni di copertura del rischio⁵⁴. Come per la valutazione dei Volumi scambiati a Pronti anche in questo caso viene applicata una duplice ponderazione di identiche caratteristiche rispetto al caso precedente. Per l’assegnazione del punteggio finale, che rappresenta una penalizzazione, viene attribuito allo Specialist con maggior volume un punteggio di 3 mentre gli altri otterranno una penalizzazione che va da 0 a 3 punti.⁵⁵

La quarta valutazione è effettuata sui “Titoli trattati come preponente”, cioè si analizza la capacità di ciascun Primary Dealer di effettuare scambi in qualità di preponente tenendo sempre conto delle caratteristiche dei titoli medesimi.⁵⁶

Per questo tipo di analisi, i titoli vengono suddivisi per classi come abbiamo visto nella tabella di aggregazione per l’indice QQI. La prima operazione di valutazione viene effettuata attraverso il calcolo del rapporto tra i contratti conclusi come preponente e i contratti conclusi sullo stesso titolo nelle sedi di negoziazione selezionate. Successivamente vengono sommati i rapporti dei contratti conclusi di tutti i titoli appartenenti alla classe stilando una graduatoria⁵⁷.

I punteggi sono ponderati come segue:

- *“Il punteggio relativo alla classe di titoli nominali con scadenza compresa tra i 10 anni ed i 24 anni viene ponderato per un fattore 2 rispetto alle classi di titoli con durata inferiore”*⁵⁸
- *“Il punteggio relativo ai titoli con scadenza superiore ai 24 anni è ponderato con un fattore 2,5”*⁵⁹

⁵² Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 12

⁵³ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 13

⁵⁴ BORSA ITALIANA, “Hedging”, Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/hedging.htm>

⁵⁵ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 13

⁵⁶ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 14 c.1

⁵⁷ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 14 c.2

⁵⁸ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 14 c.2.

⁵⁹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 14 c.2

Per ottenere il punteggio di riferimento, per ciascun Primary Dealer si effettua una somma dei punteggi ottenuti nelle singole classi⁶⁰. Il Primary Dealer con punteggio più elevato otterrà una valutazione di 6, mentre a tutti gli altri viene fornito un punteggio ponderato tra 0 e 6.⁶¹ La quinta valutazione sul mercato secondario è “Il contributo alla profondità di mercato” (o DCI).⁶²Lo svolgimento dell’analisi è simile a quella proposta per il QQI, si differenzia per i coefficienti utilizzati nel calcolo della media ponderata; infatti, in questo caso verranno utilizzati dei coefficienti decrescenti che sono riportati nella seguente tabella:

Valori assegnati	
Posizione nel <i>Book</i>	Coefficiente
1	1
2	0,8
3	0,5
4	0,3
5	0,15
> 5	0

63

Gli indicatori DCI giornalieri vengono successivamente aggregati, utilizzando una media semplice, per classi di titoli secondo lo schema già riportato per il QQI. Infine, ad ogni specialista viene assegnato un punteggio complessivo pari alla somma dei punteggi delle classi. Il punteggio massimo ottenibile è di 4.⁶⁴

La sesta valutazione che il Ministero dell’Economia e delle Finanze esegue è sui “Volumi scambiati a pronti contro termine” (o Repo), cioè i titoli vengono ceduti a pronti e contemporaneamente il Primary Dealer si impegna a riacquistarli in futuro ad un prezzo prestabilito.⁶⁵Il parametro viene calcolato in percentuale dei volumi negoziati ai volumi negoziati in contratti normali o “*Request For Quote*”, uno strumento attraverso il quale un operatore può richiedere ad altri operatori autorizzati le quote di un determinato titolo con un

⁶⁰ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 14 c.2

⁶¹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 14 c.3

⁶² Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 15 c.1

⁶³ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 15 c.2 e 3

⁶⁴ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 15

⁶⁵ MINISTERO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZIE, “Cosa sono i Pronti contro Termine?”. Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/gestione_liquidita/repo/faq/#faq_0015.html

importo minimo di transazione è di €200.000⁶⁶, e ponderato per la durata del contratto, nel caso di un contratto superiore ai 90 giorni di durata verrà utilizzata la ponderazione dei contratti a 90 giorni. I segmenti in cui operano i Primary Dealer del mercato secondario sono “*General Collateral*” e “*Special Repo*” e rispettivamente il punteggio massimo ottenibile è di due e quattro punti. Il Primary Dealer con la miglior performance, dunque, otterrà una valutazione di due o quattro punti in base al mercato, per l’assegnazione del punteggio agli altri operatori verrà utilizzata la stessa modalità utilizzata per i “*Volumi scambiati a pronti*”.⁶⁷ Infine la valutazione nel mercato secondario termina con “*L’indice di Efficienza elaborato dalla Banca d’Italia*”⁶⁸. I titoli vengono suddivisi giornalmente in sette classi sulla base del comparto di appartenenza e della liquidità, per ognuna vengono presi in considerazione i seguenti parametri:

- “*spread medio ponderato per il tempo di esposizione in pagina*”⁶⁹
- “*volume delle applicazioni ricevute*”⁷⁰
- “*numero dei titoli quotati*”⁷¹
- “*numero dei titoli trattati*”⁷²
- “*somma delle quantità quotate ponderate per il tempo di esposizione in pagina.*”⁷³

Questa suddivisione permette di analizzare titoli di Stato con diverse caratteristiche, a tal fine viene applicata una standardizzazione. Successivamente la valutazione ottenuta giornalmente da ogni Specialist viene unita su base periodale e viene posto un confronto con tutti gli altri Primary Dealer, che porterà alla stesura di una classifica da parte del Tesoro.⁷⁴ Il punteggio assegnato è compreso tra 0 e 5, dove 5 viene attribuito al miglior Primary Dealer mentre agli altri viene assegnato un punteggio ponderato.⁷⁵

Criteria di valutazione della operatività riacquisti e concambi

⁶⁶ BORSA ITALIANA, “*RQF (Request for Quote): significato e funzionamento*”. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rfq-270.htm>

⁶⁷ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 16

⁶⁸ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17

⁶⁹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17

⁷⁰ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17

⁷¹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17

⁷² Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17

⁷³ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17

⁷⁴ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17 c.2

⁷⁵ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 17 c.3

La partecipazione alle Aste di concambio e riacquisto è fondamentale per la gestione del debito pubblico, garantendo la possibilità al Ministero dell'Economia e delle Finanze di ritirare titoli vecchi e rimetterne di nuovi in sostituzione.⁷⁶

La valutazione massima assegnata a ciascun specialista è di 5 punti, non è obbligatorio che il miglior Primary Dealer ottenga tale valutazione; infatti, la valutazione minima per il migliore non può essere inferiore ai 3 punti.⁷⁷

L'assegnazione del punteggio avviene attraverso la determinazione della quota ponderata di partecipazione, prendendo in considerazione la durata dei titoli aggiudicati e riacquistati. Per gli Specialisti in titoli di Stato che non abbiano consegnato, entro i termini stabiliti per l'asta di concambio o riacquisto, la quota di titoli che hanno venduto in asta, riceveranno una penalità che può raggiungere un massimo del 10% del punteggio ottenibile in questa categoria, cioè 5 punti, che andrà a decurtare la valutazione ottenuta.⁷⁸

Criteri di valutazione della struttura organizzativa

La valutazione della struttura organizzativa si divide in due categorie. La prima rappresenta il requisito minimo per il mantenimento dello status di specialista, la seconda è la valutazione della struttura organizzativa dell'istituzione.

Il requisito minimo per poter rientrare nella categoria di Primary Dealer è l'adesione ad una controparte centrale operante, cioè il soggetto che si interpone tra due contraenti evitando che questi si esponano al rischio di inadempienza della propria parte contrattuale e garantendo il buon fine dell'operazione in Italia l'unica controparte autorizzata è la “*Cassa di compensazione e garanzia S.p.a*”,⁷⁹ presso le sedi di negoziazione selezionate⁸⁰.

In secondo luogo, si valuta annualmente e con l'attribuzione di un punteggio massimo di 8 punti la “*Struttura organizzativa*”. Il parametro si basa sulla valutazione complessiva fornita dal Tesoro con riferimento a: “*aspetti inerenti all'affidabilità della struttura organizzativa, la capacità di supporto e di ricerca su tematiche relative alla gestione del debito pubblico nonché la qualità, la profondità e l'originalità delle analisi prodotte circa eventi ed andamenti di breve, medio e lungo termine del mercato dei titoli di Stato*”⁸¹.

⁷⁶ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, “*Cosa sono le operazioni di concambio?*”. Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/investire_titoli/#faq_0016.html

⁷⁷ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 20

⁷⁸ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 20

⁷⁹ BANCA D'ITALIA, “*Controparte centrale*”. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/controparte-centrale/index.html>

⁸⁰ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art. 21

⁸¹ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art.22

Inoltre, si valuta anche il contributo all'efficiente funzionamento del mercato primario e secondario, che non è possibile analizzare direttamente con i parametri elencati precedentemente con focus principale su:

- Partecipazione alle aste dei titoli di Stato
- Strategia di partecipazione alle aste dei titoli nominale con durata superiore a 10 anni
- Partecipazione alle emissioni TAP, cioè la riapertura di emissioni di titoli già conclusa
- Partecipazione all'operatività di gestione della liquidità
- Comportamento tenuto durante i sindacati di collocamento
- Comportamento tenuto durante le operazioni bilaterali
- Contributo all'efficienza nel mercato secondario
- Contributo all'organizzazione logistica e tecnico -informatica alle riunioni mensili con il MEF
- Attività di negoziazione dei titoli strippati, cioè l'operazione di separazione delle componenti cedolari⁸²
- Contributo all'ordinato svolgimento nel mercato primario e secondario
- Contributo all'efficienza del mercato secondario dei titoli esteri⁸³

In conclusione, il Dipartimento del Tesoro valuta l'operatività nel complesso dei Primary Dealer, andando a generare un incentivo ad operare sempre nel modo migliore poichè ottenere una buona valutazione garantisce l'accesso a dei privilegi precisi, come per esempio essere compresi nelle banche incaricate dei sindacati di collocamento.

I titoli di Stato

I titoli di Stato rappresentano dei Titoli di Debito, cioè un titolo emesso da un soggetto per reperire liquidità nel breve termine impegnandosi a garantire il rimborso ed il pagamento di un interesse a scadenza⁸⁴. In questo caso l'emittente è lo Stato, attraverso il MEF, mentre l'acquirente è inizialmente il Primary Dealer, che venderà il Titolo ad investitori privati attraverso il mercato secondario.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha il compito di emettere i Titoli di Stato nel mercato, con l'ausilio della Banca d'Italia che svolge un ruolo operativo.⁸⁵

⁸² MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, "Stripping". Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/coupon_stripping/

⁸³ Decreto n. 0113844 del 19/12/2024 art.22

⁸⁴ BORSA ITALIANA, "Cosa sono le obbligazioni?", Disponibile su:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/obbligazioni.htm>

⁸⁵ BANCA D'ITALIA, "Convenzione tra la Banca d'Italia e gli operatori ammessi a partecipare alle operazioni di collocamento, acquisto e concambio di titoli di Stato". Disponibile su: https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/Convenzione_BI_operatori.pdf

L'emissione dei titoli di Stato avviene attraverso un'asta, alla quale possono partecipare solamente i Primary Dealer.⁸⁶

Un aspetto importante da tenere in considerazione è la tassazione sul capitale. In Italia il regime fiscale per i redditi da capitale è del 26%, mentre sui Titoli di Stato è stata introdotta, nel 2021, una tassazione agevolata del 12,5%⁸⁷ il che li rende molto attrattivi per gli investitori privati.

Nel mercato italiano troviamo varie tipologie di Titoli di Stato che differenziano per rendimenti, durata, modalità di rimborso e remunerazione.

I titoli di stato presenti nel mercato sono:

- “*Buoni ordinari del Tesoro*” (o BOT), titoli a breve termine con durata non superiore all'anno, remunerazione in base allo scarto di emissione, cioè la differenza positiva tra il valore di rimborso di un titolo e il suo prezzo di emissione⁸⁸. La modalità di emissione è quella di “*Asta competitiva sul rendimento*” e possono partecipare solo i Primary Dealer.⁸⁹
- “*Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'euribor 6 mesi*” (o CCTeu), sono dei titoli a tasso variabile con una durata di medio termine, compresa tra i 3 e i 7 anni, la remunerazione avviene attraverso cedole che sono indicizzate all'inflazione. La modalità di emissione è di “*Asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa*”. All'asta potranno partecipare solo i Primary Dealer.⁹⁰
- “*Buoni del Tesoro Poliennali*” (o BTP), hanno come periodo di riferimento il lungo termine, la scadenza va dai 3 ai 50 anni, offrono una remunerazione attraverso cedole semestrali ed eventualmente uno scarto di emissione. La modalità di emissione è la stessa dei CCTeu.⁹¹

⁸⁶ SOFIA BERNARDINI, “Il mercato dei titoli di Stato”. Osservatorio conti pubblici italiani- Università Cattolica del Sacro Cuore. Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-mercato-dei-titoli-di-stato>

⁸⁷ FRANCESCO BORTOLAMAI, “*La tassazione agevolata sui titoli di Stato*”. 2022. Osservatorio conti pubblici italiani”. Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-la-tassazione-agevolata-sui-titoli-di-stato-in-italia>

⁸⁸ BORSA ITALIANA, “*Scarto di emissione*”. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/scarto-di-emissione.html>

⁸⁹ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, “*Buoni ordinari del Tesoro*”. Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/bot/

⁹⁰ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, “*Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'euribor 6 mesi*”. Disponibili su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/ccteu/

⁹¹ Id, “*Buoni del Tesoro Poliennali*”. Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp/

- “*Buoni del Tesoro Poliennali Green*” (o BTP Green), sono titoli utilizzati solamente per il finanziamento di attività sostenibili da parte dello stato, il periodo di riferimento è di lungo termine. L’emissione avviene attraverso due modalità: la prima è l’*“Asta marginale”*, la seconda è il *“Sindacato di collocamento”*.⁹²
- “*Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all’inflazione europea*” (o BTP€i), hanno come periodo di riferimento il medio-lungo termine, la modalità di remunerazione è di cedole semestrali indicizzate all’inflazione. Il meccanismo di emissione è lo stesso dei CCTeu, ma viene posto un limite massimo da poter offrire.⁹³
- “*Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all’inflazione italiana*” (o BTP Italia), sono un titolo di stato che è pensato per l’investitore retail essendo la modalità di emissione direttamente sul mercato secondario MOT (*“Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato”*)⁹⁴. La durata di questo Titolo è di medio termine da 4 a 8 anni.⁹⁵
- “*Buoni del Tesoro Poliennali step up*” (o BTP Futura), anche in questo caso siamo di fronte a titoli pensati per gli investitori retail e le modalità di emissione sono le stesse dei BTP Italia. Hanno una durata di 5 anni, la remunerazione è con meccanismo step-up, cioè vengono corrisposte delle cedole semestrali con un tasso di interesse che aumenta nel tempo.⁹⁶
- “*Buoni del Tesoro Poliennali*” (o BTP Valore), come i due titoli precedenti anche in questo caso siamo di fronte a dei titoli dedicati ai risparmiatori retail con le stesse modalità di emissione dei BTP Italia. La durata è di 4 anni e la remunerazione è attraverso cedole semestrali step-up.⁹⁷
- “*Buoni del Tesoro Poliennali*” (o BTP più), anche in questo caso sono titoli pensati per il mercato retail (emessi sul MOT), hanno una durata di 8 anni e la remunerazione prevede cedole semestrali step-up.⁹⁸

⁹² Id, “*Buoni del Tesoro Poliennali Green*”. Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/

⁹³ Id, “*Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all’inflazione europea*”. Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btpei/

⁹⁴ BANCO BPM, “*MOT*”. Disponibile su: <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/mot/>

⁹⁵ MINISTERO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZE, “*Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all’inflazione italiana*”. Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_italia/

⁹⁶ Id, “*Buoni del Tesoro Poliennali step up*”. Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_futura/

⁹⁷ Id, “*Buoni del Tesoro Poliennali*”. Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_valore/

⁹⁸ Id, “*Buoni del tesoro poliennali*”. Disponibile su:

https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_piu/

Il mercato di collocamento dei titoli di stato

Nel capitolo precedente sono state analizzate le varie categorie di titoli di Stato che possono essere utilizzati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per il reperimento delle risorse necessarie per il finanziamento della spesa pubblica, in questo capitolo si analizzerà il mercato di collocamento dei Titoli, Aste del Tesoro o mercato primario, e il mercato all'interno del quale i titoli vengono scambiati.

Il mercato primario: aste del tesoro e sindacati di collocamento.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze con il supporto della Banca d'Italia emette i titoli di Stato tramite asta o sindacato di collocamento.⁹⁹

Quando i titoli vengono emessi attraverso un'asta ci sono due alternative a disposizione del Ministero: Asta marginale e Asta competitiva.¹⁰⁰

L'asta competitiva è utilizzata per il collocamento dei BOT. Questa modalità prevede che le offerte pervenute al Ministero dell'Economia e delle Finanze siano evase al tasso proposto da ciascun Primary Dealer basandosi su rendimenti crescenti, cioè verranno accettate prima le offerte con rendimenti più bassi fino a quelle con rendimenti più alti, fino ad esaurimento della quantità offerta durante l'asta¹⁰¹. I Primary Dealer, quindi, sottoscrivono i titoli con rendimenti diversi, avendo quindi una molteplicità di tassi di interesse. Essendo che l'asta si basa sui rendimenti, la Banca d'Italia, al termine del collocamento, calcola il rendimento medio ponderato e il relativo prezzo, che corrisponderà a quello di rivendita dei titoli sul mercato secondario.¹⁰²

L'asta marginale, invece, è il metodo utilizzato per tutti gli altri titoli. Questa modalità prevede che tutti i Primary Dealer si aggiudicheranno i Titoli di Stato allo stesso prezzo. Il prezzo e la quantità vengono determinati attraverso un meccanismo discrezionale:

- La quantità è indicata nel comunicato stampa precedente l'emissione ed è compresa tra l'ammontare minimo e massimo comunicati¹⁰³
- Il prezzo, invece, è il prezzo meno elevato tra quelli offerti durante l'asta.¹⁰⁴

⁹⁹ SOFIA BERNARDINI, *“Il mercato dei Titoli di Stato”*. 2019. In Osservatorio conti Pubblici italiani Università Cattolica. Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-mercato-dei-titoli-di-stato>

¹⁰⁰ SOFIA BERNARDINI, *“Il mercato dei Titoli di Stato”*. 2019. In Osservatorio conti Pubblici italiani Università Cattolica. Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-mercato-dei-titoli-di-stato>

¹⁰¹ SOFIA BERNARDINI, *“Il mercato dei Titoli di Stato”*.

¹⁰² SOFIA BERNARDINI, *“Il mercato dei Titoli di Stato”*.

¹⁰³ SOFIA BERNARDINI, *“Il mercato dei Titoli di Stato”*.

¹⁰⁴ SOFIA BERNARDINI, *“Il mercato dei Titoli di Stato”*.

Il sindacato di collocamento viene utilizzato principalmente per l'emissione di nuovi strumenti finanziari oppure nel caso in cui si voglia effettuare un'analisi sull'interesse per un titolo del mercato. Con questa modalità il Ministero delle Finanze seleziona un gruppo di Banche, rappresentante il sindacato di collocamento, con il compito di raccogliere le offerte di investitori finali rendendo così efficiente il collocamento del titolo.¹⁰⁵

Analizzando la metodologia di collocamento dei Titoli di stato si nota l'importanza della figura del Primary Dealer per il corretto funzionamento del mercato primario. Infatti, attraverso i Primary Dealer lo Stato riesce a recuperare le risorse necessarie per il finanziamento della spesa pubblica in maniera efficiente, diventando anche sinonimo di fiducia da parte del mercato, con conseguente riduzione del costo del debito.

Il mercato secondario: lo scambio tra investitori e le piattaforme di scambio

Una volta che i Titoli sono stati emessi e collocati, le negoziazioni e la compravendita tra investitori avvengono nel mercato secondario. Questo è il luogo della circolazione dei titoli di Stato fornendo la possibilità agli stessi Primary Dealer ed investitori Privati di poter vendere i titoli prima della scadenza e, così, rispondere alla necessità di liquidità che ciascun investitore possiede.¹⁰⁶

Nel mercato secondario il Primary Dealer svolge due funzioni: *market maker* e di contributo alla liquidità.

La liquidità costituisce una caratteristica fondamentale di ogni mercato finanziario efficiente e rappresenta la possibilità di acquistare e vendere strumenti in maniera rapida¹⁰⁷.

In questo quadro, i Primary Dealer rivestono un ruolo centrale. La loro presenza costante nel mercato secondario, imposta dalla figura di *market maker*, assicura agli investitori istituzionali e retail la possibilità di scambiare titoli in qualsiasi momento, contribuendo alla continuità delle negoziazioni, dovendo presentare quotazioni in acquisto e in vendita (*bid e ask*) per un'ampia gamma di strumenti e scadenze, creando così una maggiore profondità di mercato, condizione necessaria per un meccanismo di formazione dei prezzi (*price discovery*) che sia trasparente ed efficiente.

¹⁰⁵ SOFIA BERNARDINI, "Il mercato dei Titoli di Stato".

¹⁰⁶ SOFIA BERNARDINI, "Il mercato dei Titoli di Stato". 2019. In Osservatorio conti Pubblici italiani Università Cattolica. Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-mercato-dei-titoli-di-stato>

¹⁰⁷ GIAMPIERO GUADAGNI, "Liquidità degli scambi, perché sono importanti per investire sui mercati finanziari", 2024, in NewsFinanza. Disponibile su: <https://newsfinanza.net/investimenti/liquidita-degli-scambi-perche-sono-importanti-per-investire-sui-mercati-finanziari/>

Il *market maker* è quell'istituto che garantisce una continuità di negoziazione di determinati titoli, in questo caso dei Titoli di Stato¹⁰⁸. Come per la liquidità operando come *market maker* il Primary Dealer deve presentare offerte di acquisto e vendita continuamente, contribuendo a fornire una profondità del mercato che garantisca la possibilità di eseguire transazioni in maniera efficiente.¹⁰⁹

Sia attraverso il contributo alla liquidità che svolgendo l'attività di *market maker* il Primary Dealer garantisce che il mercato dei titoli di stato abbia una volatilità contenuta, cioè che non ci sia variabilità del rendimento di uno strumento finanziario nel breve periodo¹¹⁰, quindi degli scostamenti di domanda e offerta riescono ad essere assorbiti. Una volatilità contenuta è fondamentale per uno stato perché in caso contrario nelle successive emissioni dovrebbe sostenere delle condizioni peggiori, trasformandosi in un aumento del costo di indebitamento.¹¹¹

Il Primary Dealer per la circolazione dei Titoli ha la possibilità di utilizzare diverse piattaforme di negoziazione, le due principali sono il MOT (Mercato telematico delle Obbligazione e dei Titoli di Stato¹¹²) e MTS (Mercato telematico dei titoli di Stato¹¹³).

Il MOT è pensato per semplificare l'accesso al mercato dei Titoli di Stato e obbligazioni agli investitori privati. La sua struttura di mercato è *order driven* cioè tutti i partecipanti possono presentare le proprie offerte sia di acquisto che di vendita, concorrendo tutti alla formazione dei prezzi.¹¹⁴

Il MTS è invece riservato a soli investitori istituzionali, al suo interno vengono negoziati titoli di Stato e titoli garantiti dallo Stato e l'importo minimo delle transazioni è di 2,5 milioni di euro. La struttura è *Quote driven*, cioè il mercato è basato su delle quotazioni esposte dagli operatori e si conclude un contratto ogni qual volta un investitore accetta le condizioni poste da un operatore.¹¹⁵

¹⁰⁸ BORSA ITALIANA, "*Market maker*". Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-maker.html>

¹⁰⁹ Id. BORSA ITALIANA, "*Market maker*". Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-maker.html>

¹¹⁰ BORSA ITALIANA, "*Volatilità*". Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html>

¹¹¹ BANCO BPM, "*Che cosa è la volatilità di un titolo, di un fondo e di un mercato?*". Disponibile su: <https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/che-cose-la-volatilita-di-un-titolo-di-un-fondo-di-un-mercato/>

¹¹² BANCO BPM, "*MOT*". Disponibile su: <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/mot/>

¹¹³ TRECCANI, "*MTS*". Disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/mts_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/mts_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

¹¹⁴ SOFIA BERNARDINI, "*Il mercato dei Titoli di Stato*". Osservatorio conti Pubblici italiani Università Cattolica. Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-mercato-dei-titoli-di-stato>

¹¹⁵ SOFIA BERNARDINI, "*Il mercato dei Titoli di Stato*"

Infine, a disposizione del Primary Dealer per lo scambio dei titoli di Stato ci sono a disposizione gli MTF (Sistemi multilaterali di negoziazione), cioè sistemi di contrattazione privata che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione e informativa.¹¹⁶

La Convenzione con la Banca d'Italia

La Banca d'Italia collabora con il MEF nella gestione del debito pubblico. Infatti, si occupa di eseguire le aste di collocamento, concambi e riacquisto; di pubblicare i comunicati stampa relativi alle successioni emissioni ed infine effettua la gestione di controllo e vigilanza del mercato primario e secondario.¹¹⁷

L'operatività della Banca d'Italia e dei Primary Dealer all'interno del mercato è stabilita dalla *“Convenzione tra la Banca d'Italia e gli operatori ammessi a partecipare alle operazioni di collocamento, acquisto e concambio di titoli di Stato”* del 2025. La Convenzione costituisce un atto regolamentare di rilevanza strategica per il funzionamento del mercato primario. Essa si colloca all'interno del quadro normativo delineato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, cui compete l'indirizzo della politica di emissione dei titoli, e attribuisce alla Banca d'Italia il compito tecnico-organizzativo di garantire la regolare esecuzione delle aste. La convenzione ha natura vincolante per gli operatori, che sono tenuti a rispettare le disposizioni sia di carattere tecnico che procedurale.

La Banca d'Italia svolge un ruolo operativo cruciale: comunica agli operatori le caratteristiche delle emissioni, gestisce la ricezione delle domande tramite il sistema SWIFT e garantisce la pubblicazione dei risultati delle aste sui principali canali informativi. Le procedure prevedono criteri rigorosi per la presentazione, la modifica e l'eventuale revoca delle domande. Inoltre, in linea con le disposizioni ministeriali, vengono disciplinati i meccanismi di collocamento supplementare e di concambio, con particolare riferimento agli obblighi degli operatori specialisti.

Un aspetto centrale della convenzione riguarda le ipotesi di esclusione e correzione delle domande. La normativa individua errori insanabili (ad esempio, importi inferiori al minimo o assenza di dati essenziali) che comportano l'automatica esclusione, ed errori sanabili (come importi non multipli del taglio minimo o prezzi non allineati alle variazioni consentite), i quali vengono corretti secondo criteri predeterminati. Tale distinzione mira a salvaguardare l'efficienza del sistema e a ridurre il rischio di distorsioni di mercato.

¹¹⁶BORSA ITALIANA, *“Multilateral trading facilities”*. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multilateral-trading-facilities.html>

¹¹⁷BANCA D'ITALIA, *“Aste in titoli di Stato e altre operazioni per conto del Tesoro”*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/index.html>

La convenzione prevede procedure alternative in caso di malfunzionamenti tecnici. Se l'operatore non è in grado di trasmettere le domande tramite SWIFT, può avvalersi della modalità di 'recovery', che consente l'invio tramite posta elettronica certificata secondo specifiche modalità. Se il malfunzionamento riguarda la Banca d'Italia o la rete SWIFT, è possibile la proroga dei termini o l'adozione di soluzioni straordinarie, sempre in coordinamento con il MEF. Questa clausola di flessibilità tutela la continuità operativa delle aste, garantendo al tempo stesso certezza giuridica.

Le disposizioni finali regolano le ipotesi di sospensione ed esclusione degli operatori, la gestione delle comunicazioni ufficiali e l'organizzazione di sessioni di collaudo obbligatorie. La Banca d'Italia è esonerata da responsabilità per errori riconducibili agli operatori, i quali devono garantire l'esattezza delle domande immesse. Tali norme rafforzano la solidità del sistema di emissione e contribuiscono a preservare la fiducia degli investitori.

La Convenzione, quindi, rappresenta uno strumento tecnico-giuridico di primaria importanza per la gestione del debito pubblico italiano. Essa si pone l'obiettivo di garantire un processo di collocamento dei titoli caratterizzato da efficienza, trasparenza e affidabilità. Dal punto di vista scientifico, il documento costituisce un esempio di regolazione settoriale che coniuga esigenze di stabilità macroeconomica con la necessità di adottare standard tecnologici e operativi avanzati. Nel contesto delle tesi accademiche, può essere interpretata come un modello di governance pubblico-privata che regola l'interazione tra istituzioni e operatori di mercato, contribuendo a rafforzare la competitività del sistema finanziario nazionale ed europeo.

I Primary durante una situazione di crisi

Nel 2012 in Europa alcuni Stati non erano in grado di ripagare il proprio debito a breve termine a causa di un rallentamento della crescita del PIL e dell'aumentare più che proporzionalmente del debito pubblico. La sigla GIPSI o PIIGS fa riferimento agli Stati coinvolti, quali Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna ¹¹⁸.

Questo periodo storico fu definito in seguito crisi dei debiti Sovrani.

Dal momento che il mercato aveva perso fiducia in questi Stati, per loro accedere al debito diventò svantaggioso e complicato ¹¹⁹: essendoci sfiducia nei confronti dello stato, lo spread, differenza tra due rendimenti dello stesso strumento finanziario ¹²⁰, e i rendimenti richiesti sui

¹¹⁸ SIMONE DEL ROSSO, "La crisi del Debito Sovrano", 2019. In Medium, disponibile su: <https://simonedelrosso.medium.com/la-crisi-dei-debiti-sovrani-29a34af0ad00>

¹¹⁹ SIMONE DEL ROSSO, "La crisi del Debito Sovrano",

¹²⁰ BANCO BPM, "Cos'è lo spread? Significato e applicazioni". Disponibile su:

<https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/cose-lo-spread-significato-e-applicazioni/>

singoli titoli erano cresciuti, rendendo il servizio del debito, cioè l'ammontare dell'uscita di cassa per i pagamenti degli interessi e del capitale di tutti i finanziamenti in essere¹²¹, insostenibile; non riuscendo a ripagare le obbligazioni in scadenza non potevano accedere al mercato per finanziare il proprio disavanzo.¹²²

Per risolvere questo problema è dovuta intervenire la BCE (Banca centrale europea)¹²³, all'epoca sotto la guida di Mario Draghi¹²⁴. Nel 2012 pronunciò, a Londra, il famoso discorso "*Whatever it takes*", con il quale annunciava che la Banca centrale europea avrebbe fatto tutto il possibile per salvare gli stati in crisi e di conseguenza salvare anche l'euro.¹²⁵ Il Piano di Mario Draghi e della BCE era quello di effettuare un massiccio acquisto di Titoli di Stato, immettendo così liquidità nel mercato, con conseguente riduzione dello spread, così da rendere sostenibile l'accesso al debito per gli Stati.¹²⁶

In situazioni di crisi, essendo i titoli di Stato percepiti meno sicuri dal mercato, gli investitori privati iniziano a liquidare la loro posizione per spostare il denaro in investimenti percepiti più sicuri. In questa situazione, il Primary Dealer sarà obbligato a comprare i titoli offerti nel mercato, cioè pareggiare l'offerta, portandolo a sostenere un'uscita di fondi importante, che nei casi peggiori può andare ad erodere le riserve di sicurezza, come il patrimonio di vigilanza, portando il Primary Dealer in una situazione di crisi interna o di fallimento. Nella situazione appena descritta l'unica soluzione è l'intervento della Banca Centrale, nel caso dell'Italia è la BCE, che acquisterà Titoli di Stato nel mercato secondario, essendo l'unico accessibile¹²⁷, immettendo liquidità nel mercato e riducendo il costo del debito.

Il comportamento del Primary Dealer nel mercato primario è una conseguenza della situazione del mercato secondario. Infatti, se il Primary Dealer è costretto ad una fuoriuscita di capitale elevata e percependo i titoli di Stato meno sicuri si comporterà in maniera conservativa. In primo luogo, come successo nel 2012, si richiederanno rendimenti maggiori

¹²¹ FRANCESCO CHIACCARELLI, "*Il servizio del debito detto anche debt service*", 2017. In Tusciafisco.it, disponibile su: <https://www.tusciafisco.it/il-servizio-del-debito-detto-anche-debt-service/>

¹²² ¹²² SIMONE DEL ROSSO, "*La crisi del Debito Sovrano*", 2019

¹²³ EUROPEAN UNION, "*Banca centrale europea*", Disponibile su: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_it

¹²⁴ WIKIPEDIA, "*Presidente della Banca centrale europea*". Disponibile su: https://it.wikipedia.org/wiki/Presidente_della_Banca_centrale_europea

¹²⁵ GIULIANA FERRAINO, "*Whatever it takes nella treccani la frase che salvo l'euro*". 2020. In Corriere della Sera, disponibile su: https://www.corriere.it/economia/finanza/20_giugno_24/whatever-it-takes-treccanila-frase-draghi-che-salvo-l-euro-34f00b66-b5db-11ea-9dea-5ac3c9ec7c08.shtml

¹²⁶ SIMONE DEL ROSSO, "*La crisi del Debito Sovrano*", 2019

¹²⁷ GIAMPAOLO GALLI, FABIO ANGEI, EDOARDO FRATTOLA, "*Banca centrale: c'è davvero differenza tra acquisti di titoli di Stato sul mercato primario e secondario?*". 2020. Osservatorio conti pubblici italiani, Disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-banca-centrale-c-e-davvero-differenza-tra-acquisti-di-titoli-di-stato>

rendendo le collocazioni meno efficienti e svantaggiose. In secondo, vista la disponibilità di capitale inferiore, potrebbe effettuare un volume di offerte durante l'asta pari al minimo sindacale per non perdere la qualifica. In entrambi i casi il collocamento perde efficienza, rendendo complicato il ricorso al debito per uno Stato e più costoso.

In conclusione, l'analisi del comportamento dei Primary Dealer durante la crisi dei Debiti Sovrani del 2012 evidenzia come la loro funzione nei mercati primario e secondario sia strettamente interconnessa. In situazioni di crisi, la necessità di garantire liquidità nel mercato secondario può esporli a rischi finanziari significativi, riducendo la loro capacità di operare efficacemente nel mercato primario. Questo comporta collocamenti meno efficienti, rendimenti più elevati e difficoltà per gli Stati nel reperire risorse a costi sostenibili.

L'intervento della Banca Centrale Europea si è rivelato fondamentale per stabilizzare il mercato, supportare i Primary Dealer e ripristinare la fiducia, dimostrando quanto la stabilità del sistema finanziario dipenda dalla sinergia tra intermediari e autorità monetarie.

Conclusione

L'analisi condotta ha evidenziato come la figura del Primary Dealer sia essenziale per il corretto funzionamento del mercato dei titoli di Stato e, più in generale, per la stabilità finanziaria di uno Stato. Grazie al loro ruolo di intermediari qualificati, i Primary Dealer garantiscono la regolarità delle aste del Tesoro, la liquidità dei mercati secondari e la fiducia degli investitori, contribuendo in modo diretto alla gestione efficiente del debito pubblico. La loro operatività, regolata da stringenti requisiti di capitale, partecipazione e performance, permette al Ministero dell'Economia e delle Finanze di mantenere un canale costante e affidabile di finanziamento. Le valutazioni periodiche, effettuate dal Tesoro, rappresentano un meccanismo di controllo e incentivo volto ad assicurare elevati standard di efficienza, trasparenza e cooperazione con le istituzioni pubbliche.

Le crisi finanziarie, come quella dei debiti sovrani del 2012, hanno evidenziato in maniera inequivocabile l'importanza strategica dei Primary Dealer nel mantenimento della stabilità del sistema economico e finanziario. In periodi di forte volatilità e tensione sui mercati, la loro capacità di assicurare continuità alle negoziazioni, garantire adeguati livelli di liquidità e sostenere le emissioni del Tesoro si rivela essenziale per prevenire fenomeni di instabilità e per preservare l'accesso dello Stato al credito a condizioni sostenibili. Attraverso il loro operato, i Primary Dealer contribuiscono dunque a rafforzare la fiducia degli investitori e a sostenere la regolarità del mercato dei titoli pubblici, svolgendo una funzione indispensabile per la gestione efficiente e credibile del debito sovrano.

I Primary Dealer, quindi, rappresentano un pilastro operativo e strategico nella gestione del debito pubblico italiano. Il loro ruolo va ben oltre la semplice intermediazione finanziaria:

essi costituiscono un punto di raccordo tra lo Stato e i mercati, favorendo la trasparenza, la stabilità e l'efficienza del sistema economico. In un contesto globale in cui la fiducia dei mercati e la solidità del debito sovrano sono determinanti per la crescita economica, il mantenimento e il continuo perfezionamento del sistema dei Primary Dealer rimangono elementi imprescindibili per la sostenibilità della finanza pubblica italiana.

Sitografia

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *“Buoni del Tesoro Poliennali step up” in Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.*

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_futura/

Ultimo accesso il 26/10/2025.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp/

Ultimo accesso il 26/10/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *“Buoni del Tesoro Poliennali Green”*. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/

Ultimo accesso il 26/10/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *“Buoni ordinari del Tesoro”*. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/bot/

Ultimo accesso il 26/10/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *“Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'euribor 6 mesi”*. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/ccteu/

Ultimo accesso il 26/10/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *“Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea”*. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btpei/

Ultimo accesso il 26/10/2025.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione italiana*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_italia/

Ultimo accesso il 26/10/2025.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Buoni del Tesoro Poliennali*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_valore/

Ultimo accesso il 26/10/2025.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Buoni del Tesoro Poliennali*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_piu/

Ultimo accesso il 26/10/2025.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Relazione illustrativa al Disegno di Legge di Bilancio 2026-2028*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2025.

<https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE->

[I/attivita_istituzionali/formazione_e_gestione_del_bilancio/bilancio_di_previsione/bilancio_finanze/](https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/attivita_istituzionali/formazione_e_gestione_del_bilancio/bilancio_di_previsione/bilancio_finanze/)

Ultimo accesso 25/10/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “Dipartimento”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d. <https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/>

Ultimo accesso 15/09/2025.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Specialisti in Titoli di Stato*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/specialisti_titoli_stato//

Ultimo accesso 11/09/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Cosa sono le operazioni di Concambio?*” In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/investire_titoli/#faq_0016.html

Ultimo accesso 20/09/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Asta di riacquisto titoli di Stato in Banca d'Italia*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

<https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2025/Asta-di-riacquisto-di-titoli-di-Stato-in-Banca-dItalia-00018>

Ultimo Accesso 20/09/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Cosa sono i sindacati di collocamento?*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/investire_titoli/#faq_0016.html

Ultimo accesso 20/09/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato*”, In Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2025.

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/elenco_specialisti/

Ultimo accesso: 20/09/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Cosa sono i Pronti contro Termine?*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/gestione_liquidita/repo/faq/#faq_0015.html

Ultimo accesso 24/10/2025

Ministero dell'Economia e delle Finanze, “*Cosa sono le operazioni di concambio?*”. In Ministero dell'Economia e delle Finanze, n.d.

https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/investire_titoli/#faq_0016.html

Ultimo accesso 24/10/2025

Borsa Italiana, “Market Maker”. In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-maker.html>

Ultimo accesso: 01/09/2025

Borsa Italiana, “Glossario finanziario-Specialista”. In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/specialista.html>

Ultimo accesso 01/09/2025

Borsa Italiana, “Lead Manager”, In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/lead-manager.html>

Ultimo accesso 10/10/2025

Borsa Italiana, “Mercato a pronti”, In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-a-pronti.html>

Ultimo accesso 20/10/2025

Borsa Italiana, “Hedging”. In Borsa Italiana, 2010 . <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/hedging.htm>

Ultimo accesso 26/10/2025

Borsa Italiana, “RQF (Request for Quote): significato e funzionamento”. In Borsa Italiana, 2019. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rfq-270.htm>

Ultimo accesso 24/10/2025

Borsa Italiana, “Cosa sono le obbligazioni?”. In Borsa Italiana, 2018.

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/obbligazioni.htm>

Ultimo accesso 24/10/2025

Borsa Italiana, “Scarto di emissione”. In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/scarto-di-emissione.html>

Ultimo accesso 24/10/2025

Borsa Italiana, “Volatilità”. In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html>

Ultimo Accesso 24/10/2025

Borsa Italiana, “*Multilateral trading facilities*”. In Borsa Italiana, n.d.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multilateral-trading-facilities.html>

Ultimo accesso 24/10/2025

Banca d’Italia, “*Controparte centrale.*” In Banca d’Italia, n.d.

<https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/controparte-centrale/index.html>

Ultimo accesso 13/10/2025

Banca d’Italia, “*Convenzione tra la Banca d’Italia e gli operatori ammessi a partecipare alle operazioni di collocamento, acquisto e concambio di titoli di Stato*”. In Banca d’Italia, 2025.

https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/Convenzione_BI_operatori.pdf

Ultimo accesso 27/10/2024

Banca d’Italia, “*Aste in titoli di Stato e altre operazioni per conto del Tesoro*”. In Banca

d’Italia, n.d. <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/index.html>

Ultimo accesso 19/10/2025

Banco BPM, “*Titoli di Stato*”. In Banco BPM, n.d. :

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/titolo-di-stato/>

Ultimo accesso 11/09/2025

Banco BPM, “*MOT*”. In Banco BPM, n.d. <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/mot/>

Ultimo accesso 15/09/2025

Banco BPM, “*Che cosa è la volatilità di un titolo, di un fondo e di un mercato?*”. In Banco

BPM, 2025. [https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/che-cose-la-](https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/che-cose-la-volatilita-di-un-titolo-di-un-fondo-di-un-mercato/)

[volatilita-di-un-titolo-di-un-fondo-di-un-mercato/](https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/che-cose-la-volatilita-di-un-titolo-di-un-fondo-di-un-mercato/)

Ultimo accesso 04/10/2025

Banco BPM, “*Cos’è lo spread? Significato e applicazioni*”. In Banco BPM, 2023.

<https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/cose-lo-spread-significato-e-applicazioni/>

Ultimo accesso 04/10/2025

Beatrice Elerdini, “*Banche italiane più grandi per capitalizzazione*”. In Creditnews, 2025.

<https://www.creditnews.it/banche-italiane-piu-grandi/>

Ultimo accesso 24/09/2025

Sofia Bernardini, , “Il mercato dei titoli di Stato”. In Osservatorio dei conti pubblici italiani, 2019. <https://osservatorioocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-mercato-dei-titoli-di-stato>

Ultimo accesso 25/10/2025

Dizionari Simone, “*Primary Dealer*”, In dizionari Simone, n.d.

<https://dizionari.simone.it/6/primary-dealer>

Ultimo accesso 06/09/2025

Francesco Bortolamai, “*La tassazione agevolata sui titoli di Stato*”. In Osservatorio dei conti pubblici italiani, 2022. <https://osservatorioocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-la-tassazione-agevolata-sui-titoli-di-stato-in-italia>

Ultimo accesso 17/09/2025

Giampiero Guadagni, “*Liquidità degli scambi, perché sono importanti per investire sui mercati finanziari*”. In NewsFinanza, 2024. : <https://newsfinanza.net/investimenti/liquidita-degli-scambi-perche-sono-importanti-per-investire-sui-mercati-finanziari/>

Ultimo accesso 20/10/2025

Treccani, “*MTS*”, In Treccani, n.d.

[https://www.treccani.it/enciclopedia/mts_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/mts_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Ultimo accesso 15/09/2025

Simone del Grosso, “*La crisi del Debito Sovrano*”. In Medium, 2019.

<https://simonedelrosso.medium.com/la-crisi-dei-debiti-sovrani-29a34af0ad00>

Ultimo accesso 27/10/2025

Francesco Chiaccarelli, “*Il servizio del debito detto anche debt service*”. In

Tusciafisco.it,2017. <https://www.tusciafisco.it/il-servizio-del-debito-detto-anche-debt-service/>

Ultimo accesso 27/10/2025

Giuliana Ferraino, “*Whatever it takes nella Treccani la frase che salvo l’euro*”. In Corriere

della Sera, 2020. https://www.corriere.it/economia/finanza/20_giugno_24/whatever-it-takes-

Ultimo accesso 26/10/2025

European Union, “Banca centrale europea”, n.d. https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_it

Ultimo accesso 27/10/2025

Wikipedia, “*Presidente della Banca centrale europea*”. In *Wikipedia*, n.d.

https://it.wikipedia.org/wiki/Presidente_della_Banca_centrale_europea

Ultimo accesso 27/10/2025

Giampaolo Galli, Fabio Angei, Edoardo Frottola, “*Banca centrale: c'è davvero differenza tra acquisti di titoli di Stato sul mercato primario e secondario?*”. In Osservatorio conti pubblici italiani, 2020. : <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-banca-centrale-c-e-davvero-differenza-tra-acquisti-di-titoli-di-stato>

Ultimo accesso 27/10/2025

Desidero esprimere la mia più sincera gratitudine alla Professoressa Alessia Russo, relatrice di questa tesi, per la disponibilità e la professionalità dimostrato durante tutto il percorso di stesura del lavoro

Un ringraziamento speciale va ai miei genitori, che mi hanno sempre sostenuto con amore, pazienza e fiducia in ogni momento di questo percorso. Senza il loro appoggio costante, non sarei riuscito ad arrivare fin qui.

Desidero infine ringraziare con tutto il cuore la mia ragazza, Linda, che mi è sempre stata accanto, anche nei momenti più difficili. Non smetterò mai di ringraziarti per la tua comprensione, la tua forza e la tua infinita pazienza. Riesci sempre a starmi vicino, anche quando non è facile, e per questo ti sarò sempre grato.