

# LUISS



Dipartimento

Di Scienze Politiche

Cattedra di Diritto dell'Economia

## Analisi del mercato primario e secondario dei titoli di Stato italiani

Prof. Giuseppe Di Gaspare

---

RELATORE

Camillo Piero Alborghetti 084112

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2018-2019

## **INDICE**

### **INTRODUZIONE**

#### **CAP I – TITOLO DI STATO E DEBITO PUBBLICO**

1. Introduzione
2. Titoli di Stato Italiani
  - 2.1 *I Titoli di Stato Domestici*
  - 2.2 *Titoli di Stato zero coupon*
  - 2.3 *Titoli di Stato a tasso variabile:*
  - 2.4 *Titoli di Stato a tasso fisso*
  - 2.5 *Tabella Riepilogativa*
  - 2.6 *Titoli Internazionali*
3. Estensione del Mercato dei titoli di Stato italiani
  - 3.1 *Lo Stock di debito Pubblico Italiano*
  - 3.2 *Componenti dello stock di debito pubblico*
  - 3.3 *Caratteristiche della componente in titoli di Stato dello stock di debito pubblico: ripartizione tra i diversi titoli e vita media*
  - 3.4 *I possessori del debito*

#### **CAPITOLO II - IL MERCATO PRIMARIO DEI TITOLI DI STATO ITALIANO**

1. Introduzione: condizioni per garantire la sostenibilità del debito
2. La funzione del mercato primario
3. Aste Pubblica Competitiva o Marginali
  - 3.1 *Asta competitiva in termini di rendimento*
  - 3.2 *Asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa*
  - 3.3 *Collocamento Supplementare*
  - 3.4 *Quale è il metodo migliore?*
  - 3.5 *Pianificazione e Regolamento delle emissioni*
4. Sindacato di Collocamento
5. Piattaforma di Negoziazione Elettronica (MOT)
6. Operatori Abilitati
  - 6.1 *Specialisti in Titoli di Stato*

## 7. Considerazioni sull'efficienza del mercato primario

### **CAPITOLO III – IL MERCATO SECONDARIO**

1. Introduzione: l'importanza del mercato secondario dei titoli di stato
2. Struttura del mercato secondario dei titoli di Stato
  - 2.1 *Opacità del Mercato Secondario*
3. Il Mercato Obbligazionario Telematico (MOT)
  - 3.1 *Struttura*
  - 3.2 *Modalità di negoziazione*
  - 3.3 *Operatori e Specialisti*
  - 3.4 *Dati*
4. EuroTLX
  - 4.2 *Storia e Struttura*
  - 4.2 *Funzionamento e Operatori*
  - 4.3 *Dati*
  - 4.4 *Considerazioni sul segmento al dettaglio del mercato secondario*
- 5 Il gruppo MTS S.p.a.
  - 5.2 *Storia*
  - 5.2 *Operatori*
  - 5.3 *Proprietà*
  - 5.4 *Struttura della Società*
  - 5.5 *MTS Cash*
  - 5.6 *EBM*
  - 5.7 *Il sistema MTS Cash*
  - 5.8 *MTS Repo*
  - 5.9 *MTS BondVision*
  - 5.10 *Dati MTS*
  - 5.11 *Importanza di MTS per il mercato dei Titoli di Stato*

### **CAPITOLO IV – Il mercato dei titoli di Stato italiani e il London Stock Exchange Group**

1. London Stock Exchange Group
  - 1.1 *Maggiori Azionisti*
  - 1.2 *Struttura del Gruppo*
2. Nascita e periodo precedente alla privatizzazione

## *2.1 Borsa Italiana*

## *2.2 MTS*

3. Privatizzazione
4. Acquisizione di MTS da parte di Borsa Italiana S.p.a.
5. La incorporazione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange
6. Prospettive post-Brexit per il mercato dei titoli di Stato italiani.

## **INTRODUZIONE**

Alla base di questo studio vi è l'analisi del mercato italiano dei titoli di Stato e dell'importanza che esso riveste all'interno del sistema finanziario internazionale e per la gestione del debito pubblico.

In particolare, l'attenzione viene posta sulle caratteristiche specifiche del mercato primario e secondario dei titoli di Stato, sulla relazione che intercorre tra di essi e sul loro funzionamento.

Le motivazioni che mi hanno spinto ad approfondire tale tema sono di duplice natura. La prima è di natura accademica e consiste nella volontà di creare un elaborato in grado di 'fotografare' la conformazione attuale del mercato dei titoli di Stato a seguito dei numerosi cambiamenti subiti per effetto della globalizzazione e della digitalizzazione a partire dalla fine degli anni '80. La seconda motivazione è di natura personale e riguarda la passione che ho sviluppato per il 'mondo della finanza', in virtù della quale ho deciso di affrontare un argomento inusuale per mio percorso di laurea. Infatti, esso mi permette di studiare un aspetto di cui sono sempre stato affascinato e di rendere più agevole il mio spostamento agli studi economico-finanziario nella magistrale.

L'obiettivo posto alla base di questa tesi è la ricostruzione della struttura e del funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani, attraverso l'analisi delle caratteristiche dei mercati primario e secondario e delle relazioni che intercorrono tra essi. Secondariamente, la tesi si propone di la ricostruzione dinamica storica che lo ha portato il mercato dei titoli di Stato italiano alla sua attuale estensione. L'importanza di questo studio si comprende in relazione alla sua capacità di rappresentare le caratteristiche attuali e l'evoluzione storica di un mercato fondamentale per il funzionamento dello Stato e che, quindi, quale tocca le vite di tutti.

L'analisi è frutto della elaborazione di diverse tipologie di fonti. Inizialmente ho proceduto con la ricostruzione del funzionamento del mercato attraverso le informazioni messe a disposizione dalle società che gestiscono i diversi mercati analizzati e dal Ministero dell'Economia e Finanza. Le informazioni sono state contestualizzate usando articoli di giornali finanziari e studi eseguiti da osservatori finanziari. A causa della scarsità delle fonti ho proceduto alla rielaborazione autonoma dei dati messi a disposizione da Banca d'Italia, Consob, MEF e dalle società di gestione dei mercati e, infine, lo studio degli organigrammi delle aziende di gestione dei mercati sono stati utilizzati per ricostruire la struttura del mercato secondario.

La tesi si compone di quattro capitoli. Il primo capitolo ha lo scopo di contestualizzare l'analisi del mercato e comprendere le peculiarità dei titoli presenti in esso attraverso studio dei titoli di Stato italiani e al debito pubblico. Nella prima parte del capitolo sono esaminate le differenze tra i diversi

titoli domestici e internazionali, mentre la seconda parte è dedicata all'analisi della "materia prima" del mercato dei titoli di Stato: il debito pubblico, del quale sono studiati l'estensione dello *stock* di debito pubblico; la quantità di nuovo debito emessa annualmente; e il peso che hanno le singole tipologie di titoli di Stato all'interno di esso. Infine, il capitolo di chiude con uno studio sui possessori dei titoli di Stato italiani.

Il secondo capitolo è dedicato al mercato primario dei titoli di Stato. Esso si apre con un'introduzione sulle diverse caratteristiche che devono essere garantite dallo Stato al fine di non minare la sostenibilità del debito pubblico, tra di esse l'analisi si concentra su una: il mantenimento di un mercato dei titoli di Stato efficiente, la quale fornisce il punto di vista 'base' su cui si struttura l'analisi della struttura e del funzionamento del mercato primario. Nel secondo paragrafo viene esposta e analizzata la funzione del mercato primario: permettere il collocamento dei titoli di Stato rispondendo alle esigenze di finanziamento dell'amministrazione statale, in relazione alla quale sono esposti i rischi a cui lo Stato va incontro in caso in cui il mercato non sia in grado di assolverla. Nella seconda parte del capitolo lo studio si sposta sul suo funzionamento specifico. Inizialmente l'analisi si concentra sulla modalità di emissione più utilizzata: l'asta pubblica. Essa è suddivisa in due tipologie (asta competitiva e asta marginale), delle quali sono evidenziate caratteristiche comuni e differenze. Infine, viene presentato uno studio su quale sia la modalità più efficiente in termini di riduzione del costo del debito per lo Stato. Successivamente sono analizzate le caratteristiche delle altre due modalità di collocamento dei titoli: il sindacato di collocamento e l'utilizzo del Mercato Obbligazionario Telematico (MOT). La sezione finale è dedicata alle le caratteristiche che gli operatori del mercato primario devono garantire per potervi accedere, con focus specifico su una particolare sottocategoria di operatori: gli Specialisti in Titoli di Stato. Infine, Il capitolo si conclude con un paragrafo riassuntivo in cui tutti gli aspetti analizzati sono collocati in un sistema in cui si evidenzia come essi concorrano a creare un mercato primario dei titoli di Stato efficiente.

Il terzo capitolo è interamente dedicato al mercato secondario dei titoli di Stato e compone la parte più consistente della tesi. Il capitolo di apre con una spiegazione sul ruolo rivestito dal mercato secondario dei titoli di stato (cioè rispondere alle esigenze di liquidità degli investitori) e sul suo stretto rapporto con il mercato primario.

Il secondo paragrafo ha lo scopo di 'fotografare' il sistema dei diversi mercati che compongono il mercato secondario dei titoli, dando un'immagine 'dall'alto' di esso. Inoltre, viene ricostruito il percorso che i titoli di Stato compiono all'interno di tale mercato.

Successivamente l'analisi si sposta all'interno delle singole sezioni del mercato. Inizialmente vengono analizzati i due mercati *retail* (cioè quei mercati utilizzati per la compravendita al dettaglio dei titoli per bassi volumi) MOT e EuroTLX, di cui sono esaminate la struttura societaria, l'evoluzione storica, le diverse modalità di funzionamento, gli operatori partecipanti, nonché la qualità e la quantità dei titoli di Stati negoziati.

Nella seconda parte del capitolo viene analizzato il segmento della negoziazione all'ingrosso dei titoli, il quale è composto da una molteplicità di piattaforme tutte facenti parte la società MTS S.p.a.. Essa viene dapprima analizzata nel suo complesso attraverso la ricostruzione della storia, della proprietà e della complessa struttura societaria. Successivamente l'analisi si 'scompone' nello studio delle singole piattaforme appartenenti al gruppo MTS su cui sono negoziati titoli di Stato italiani. Infine, il capitolo si conclude con una analisi dei dati riguardanti la liquidità, ampiezza e qualità dei titoli di Stato negoziati in MTS, con lo scopo di comprendere il 'peso' del gruppo all'interno del mercato dei titoli di Stato e la sua importanza per la gestione di questo agli occhi delle *authority nazionali*.

L'ultimo capitolo si apre con la analisi delle informazioni gli assetti proprietari dei diversi mercati che compongono il mercato secondario dei titoli di Stato italiani con lo scopo di creare un'immagine chiara e precisa delle società protagoniste di tale mercato, nonché delle relazioni che intercorrono tra esse. L'analisi mostra come tutte le società analizzate di gestione dei mercati siano controllate direttamente o indirettamente da un'unica società: il London Stock Exchange Group, società di diritto inglese che gestisce la borsa di Londra. Preso atto della presenza di questo agglomerato di mercati concentrato nelle mani di un unico gestore, la seconda parte del capitolo si pone l'obiettivo di ricostruisce la dinamica storica che ha portato a tale situazione di concentrazione dei mercati. Infine, il capitolo termina con un'analisi delle prospettive che la Brexit potrebbe avere sul mercato dei titoli di Stato in relazione al legame evidenziato dall'analisi tra tale mercato e il London Stock Exchange di Londra.

## CAP 1 – CONCETTI BASE: TITOLO DI STATO E DEBITO PUBBLICO

### 1. Introduzione

Il concetto di mercato dei titoli di stato comprende il complesso degli scambi aventi per oggetto, appunto, titoli di stato. All'interno di questa definizione ampia sono comprese diverse tipologie di mercati: mercati primari e secondari; mercati monetari e dei capitali; mercati al dettaglio e all'ingrosso; mercati regolamentati e non regolamentati; mercati domestici e internazionali.

Questo primo capitolo ha la funzione di introdurre l'oggetto della tesi attraverso l'analisi dei titoli di Stato italiani e della loro 'materia prima': il debito pubblico. Inizialmente due concetti vengono definiti, successivamente sono contestualizzati all'interno della realtà italiana attraverso l'analisi delle diverse tipologie di titoli emanati dal Tesoro, del loro 'peso' all'interno del debito pubblico e dei loro principali possessori.

### 2. Titoli di Stato Italiani

Secondo la definizione proposta di Borsa Italiana "i Titoli di Stato sono obbligazioni emesse dai governi nazionali per finanziare le proprie esigenze di indebitamento, soddisfare il fabbisogno del paese e far fronte alle attività istituzionali"<sup>1</sup>. Essi vengono emessi "dalla Repubblica Italiana, tramite del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), il quale si avvale della collaborazione di Banca d'Italia per organizzare e condurre le attività di collocamento"<sup>2</sup>.

Tra le diverse tipologie di titoli emessi, una prima necessaria distinzione è quella tra titoli domestici e i titoli internazionali.

#### *2.1 I Titoli di Stato Domestici*

I Titoli di Stato Domestici sono emessi in euro dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro - e sono destinati al mercato domestico. Ci sono sette tipologie di titoli domestici: i Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), i Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ), i Certificati di Credito del Tesoro (CCT), i Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu), i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Europea (BTP€i), i Buoni del

---

<sup>1</sup> "I titoli di stato italiani"

<sup>2</sup> "Le tipologie di titoli di stato italiani"

Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Italiana (BTP Italia) e, infine, i Buoni Poliennali del Tesoro (BTP). Le diverse tipologie si differenziano per:

- La durata del titolo;
- La presenza o assenza di indicizzazione del tasso di interesse;
- modalità di remunerazione degli interessi<sup>3</sup>;

Sulla base del criterio di remunerazione degli interessi è possibile suddividere i titoli di stato domestici in tre macro-categorie:

- a. Titoli di Stato *zero coupon*, per i quali la remunerazione è rappresentata dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di emissione/acquisto. Fanno parte di questa categoria Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) e Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ);
- b. Titoli a *tasso variabile*, i quali sono caratterizzati dalla presenza di cedole variabili in cui il tasso di interesse corrisposto all'investitore varia “a seconda dell'andamento di specifici parametri, opportunamente specificati all'atto di emissione del titolo”<sup>4</sup>.  
Fanno parte di questa categoria i Certificati di Credito del Tesoro (CCT), i Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu), i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Europea (BTP€i) e i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Italiana (BTP Italia);
- c. Titoli a *tasso fisso*, i quali sono caratterizzati dalla presenza di cedole fisse tali per cui il tasso di interesse corrisposto all'investitore è costante per tutta la durata del titolo. Fanno parte di questa categoria soltanto i Buoni Poliennali del Tesoro (BTP).<sup>5</sup>

### 2.1.1 Titoli di Stato zero coupon

#### *Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)*

I BOT sono titoli a breve termine con scadenza a 3, 6 e 12 mesi, anche se è successo che il Tesoro emettesse BOT di qualsiasi altra durata compresa entro l'anno (i c.d. BOT flessibili). Essi sono titoli a breve termine, utilizzati per finanziare le esigenze di cassa a breve. Per i titoli con scadenza a un anno le emissioni solitamente a metà mese, mentre per quelli a scadenza a 6 mesi l'emissione avviene a fine mese. Invece, le emissioni dei BOT a 3 mesi si verificano soltanto in caso di esigenza finanziarie dello Stato ed avvengono nell'Asta di metà mese. Infine, le emissioni dei BOT flessibili avvengono ogni qualvolta vi sia la necessità.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> “Le tipologie di titoli di stato italiani”

<sup>4</sup> “Titolo a tasso variabile”

<sup>5</sup> “Le tipologie di titoli di stato italiani”

<sup>6</sup> Ibid.

### *Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ)*

I CTZ sono titoli Stato dalla durata di 24 mesi e possono essere soggetti a riaperture. L'asta avviene "una volta al mese, in coincidenza con l'asta dei BTP€i"<sup>7</sup>.

#### *2.1.2 Titoli di Stato a tasso variabile:*

### *Certificati di Credito del Tesoro (CCT)*

I CCT sono titoli a tasso variabile con la durata di 7 anni (anche se in passato vi sono state emissioni con titoli a scadenza diversificate dai 2 ai 10 anni). Per i CCT il meccanismo di indicizzazione è tale per cui gli interessi sono corrisposti tramite cedole semestrali legate al rendimento lordo semplice annuale dei Buoni Ordinari del Tesoro a sei mesi, così come "registrato nell'asta precedente l'inizio godimento"<sup>8</sup>. Tale rendimento viene "moltiplicato per 0,5 e aumentato di uno *spread* di 15 punti base"<sup>9</sup>. Le aste dei CCT che avvengono una volta al mese riguardano riaperture di un titolo già emesso precedentemente; mentre le aste per le emissioni di nuovi titoli si tengono su base annua<sup>10</sup>.

### *Certificati di Credito del Tesoro (CCTeu)*

I CCTeu sono titoli a tasso variabile ed hanno una durata di 7 anni (solitamente). Il meccanismo di indicizzazione è tale per cui tali titoli pagano cedole semestrali legate al tasso Euribor 6 mesi, rilevato due giorni prima il godimento della cedola. Le emissioni di CCTeu avvengono tendenzialmente alla metà di ogni mese<sup>11</sup>.

### *Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Europea (BTP€i)*

Il BTP indicizzato all'inflazione europea è un titolo di Stato con la scadenza di 5, 10, 15 e 30 anni<sup>12</sup>. Esso fornisce all'investitore una protezione contro il possibile aumento del livello dei prezzi a livello europeo in virtù del fatto che "sia il capitale rimborsato a scadenza, sia le cedole pagate semestralmente sono rivalutati in base all'inflazione europea, misurata attraverso l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC)"<sup>13</sup> dell'Eurostat. Quindi, le cedole pagate garantiscono

---

<sup>7</sup> Dipartimento del Tesoro, "Certificati del Tesoro Zero Coupon"

<sup>8</sup> Dipartimento del Tesoro, "Certificati di Credito del Tesoro"

<sup>9</sup> Dipartimento del Tesoro, "Certificati di Credito del Tesoro"

<sup>10</sup> Dipartimento del Tesoro, "Certificati di Credito del Tesoro"

<sup>11</sup> Dipartimento del Tesoro, "Certificati Di Credito Del Tesoro Indicizzati All'euribor 6 Mesi"

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Ibid.

un rendimento costante in termini reali.<sup>14</sup> Le aste si tengono mensilmente durante l'ultima settimana del mese, insieme all'asta del CTZ e prima di quelle del BOT 6 mesi, dei BTP e dei CCTeu<sup>15</sup>.

### *Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Italiana (BTP Italia)*

I BTPItalia proteggono l'investitore dall'aumento dei prezzi italiani, a differenza dei *BTP€i* che tutelano rispetto ai prezzi europei. In tali titoli sia le cedole semestrali che il capitale nominale “sono rivalutati in base all'inflazione italiana, misurata dall'Istat attraverso l'indice nazionale dei prezzi al consumo per famiglie di operai ed impiegati (FOI) con esclusione dei tabacchi”<sup>16</sup>. Tale meccanismo di indicizzazione fa sì che ogni 6 mesi il detentore del titolo recupera la perdita del potere di acquisto dovuta all'aumento dell'inflazione in quel periodo<sup>17</sup>. I BTPItalia sono gli unici Titoli di Stato emessi esclusivamente sul MOT.

### *2.1.3 I Titoli di Stato a tasso fisso*

#### *Buoni del Tesoro Poliennali (BTP)*

BTP, Buoni del Tesoro Poliennali, sono titoli a medio-lungo termine con scadenze a 3, 5, 10 o 15, 20, 30 e 50 anni (titoli a lungo termine) e con cedola fissa pagata ogni 6 mesi.

Le aste dei BTP si tengono generalmente ogni mese. Per il BTP 3 e 7 anni esse avvengono durante la seconda settimana del mese; mentre esse sono durante la quarta settimana per i BTP 5 e 10 anni. Infine, i BTP 15 e/o 30 anni le emissioni avvengono in base alla domanda del mercato. Il collocamento di questi titoli, data la loro estrema liquidità, è concentrato tra gli “Specialisti in Titoli di Stato Italiani” i quali si aggiudicano oltre il 90% del totale dei titoli di Stato per asta<sup>18</sup>.

---

<sup>14</sup> Dipartimento del Tesoro, “Buoni Del Tesoro Poliennali Indicizzati All'inflazione Europea”

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Dipartimento del Tesoro, “BTP Italia”

<sup>17</sup> Dipartimento del Tesoro, “Certificati del Tesoro Zero Coupon”

<sup>18</sup> Dipartimento del Tesoro, “Buoni Poliennali del Tesoro”

Le diverse caratteristiche dei titoli di Stato domestici sono riassunte nella tabella seguente (Fig.1).

<b>TABELLA 1.1: I TITOLI DI STATO DOMESTICI</b>						
	<b>BOT</b>	<b>CTZ</b>	<b>CCT/CCTeu</b>	<b>BTP</b>	<b>BTP€i</b>	<b>BTP Italia</b>
	Buoni Ordinari del Tesoro	Certificati del Tesoro Zero Coupon	Certificati di Credito del Tesoro	Buoni del Tesoro Pluriennali	Buoni del Tesoro Pluriennali Indicizzati all'inflazione europea	Buoni del Tesoro Pluriennali indicizzati all'inflazione italiana
<b>Scadenza</b>	3, 6, 12 mesi e inferiore a 12 mesi (BOT flessibili)	24 mesi	5, 7 anni	3,5,7,10,15,20,30 e 50 anni	5,10,15,30anni	4,6,8 anni
<b>Remunerazione</b>	Emissione a sconto	Emissione a sconto	Cedole variabili semestrali indicizzate al tasso delle aste BOT 6 mesi o all'Euribor 6 mesi, eventuale scarto di emissione	Cedole fisse semestrali, eventuale scarto di emissione	Cedole semestrali indicizzate all'inflazione europea (indice HICP al netto dei tabacchi), eventuale scarto di emissione e rivalutazione del capitale a scadenza	Cedole semestrali indicizzate all'inflazione italiana (indice FOI al netto dei tabacchi), rivalutazione semestrale del capitale e premio fedeltà* a scadenza
<b>Metodo di Emissione</b>	Asta competitiva sul rendimento	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Asta marginale** con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Asta marginale** con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Attraverso il MOT (Borsa Italiana), il mercato elettronico al dettaglio
<b>Frequenza di Emissione</b>	Mensile	Mensile	Mensile	Mensile e in base alle condizioni di mercato per i BTP 15 e 30 anni	Mensile	Una/due volte l'anno

(Figura 1 'I titoli di Stato domestici' dal Rapporto sul Debito Pubblico 2017 pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze)<sup>19</sup>.

## 2.2 Titoli Internazionali

Oltre che le emissioni di titoli sul mercato domestico, la Repubblica Italiana implementa anche un programma di Emissioni Internazionali che prevede il collocamento sui mercati esteri di titoli denominati in euro e in valuta estera. L'importanza di tali programmi risiede nel fatto che consentono allo Stato una maggiore efficienza nella gestione del debito pubblico riducendo il costo e il rischio di rifinanziamento del debito attraverso l'ampliamento della platea degli investitori internazionali in

<sup>19</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Rapporto sul debito pubblico 2017", 6.

Titoli di Stato Italiani. La distinzione fondamentale tra titoli internazionali e titoli domestici risiede più nelle diverse modalità di collocamento, che nella valuta di emissione<sup>20</sup>. La Repubblica Italiana implementa tre tipi di programma:

- Il *Programma "Global bond"* è formalmente attiva dal 2001<sup>21</sup> ed è caratterizzato dal fatto che ogni singola emissione è gestita da specifici intermediari finanziari scelti tra gli Specialisti in Titoli di Stato (i c.d. *lead manager*). Il mercato di riferimento principale è quello degli Stati Uniti, dato che il programma soddisfa i requisiti richiesti dalla Security Exchange Commission (SEC).<sup>22</sup> Per questo motivo negli anni sono stati emessi titoli per un totale di 5 miliardi di dollari. In aggiunta ad essi sono stati emessi anche titoli in yen (una singola emissione da 100 miliardi di yen) e dollari australiani (una emissione da 1 miliardo di dollari australiani) per rispondere alle esigenze degli investitori garantendo un migliore collocamento.<sup>23</sup>
- Il *Programma di prestiti a medio termine, "Medium Term Note Program"* è attivo dal 1998 ed è indirizzato a investitori di Europa e Asia. È caratterizzato dal fatto che i “titoli sono sottoscritti da banche (Dealers), che hanno stipulato con la Repubblica un accordo denominato Dealers’ Agreement”<sup>24 25</sup>, le quali li rivendono successivamente agli investitori finali. I singoli prestiti sono tramite emissione pubblica, piazzamenti privato oppure ricorrendo ad un consorzio di banche.<sup>26</sup> Le emissioni sono state fatte in euro (per un totale di 2,5 miliardi), in franchi svizzeri (per un totale di 4 miliardi) e in sterline inglesi (per un totale di 250 milioni). L’ultima emissione di tale programma è avvenuta nell’ottobre 2016<sup>27</sup>.
- Il *Programma di carta commerciale*, il quale è utilizzato dal Tesoro per l’emissione di titoli a sconto di durata inferiore all’anno. Infatti, la carta commerciale è uno strumento finanziario che gode di estrema flessibilità dato che “la durata e le date di scadenza della carta commerciale sono

---

<sup>20</sup> “Le tipologie di titoli di stato italiani”

<sup>21</sup> Ministero dell’Economia e delle Finanze, “Linee guida della gestione del debito pubblico 2019”, 20.

<sup>22</sup> “Il Programma Global Bond”

<sup>23</sup> “Emissioni Global”

<sup>24</sup> Gli intermediari finanziari che hanno sottoscritto i Dealer Agreement sono: Esse sono BofA Merrill Lynch, Banca IMI, Barclays Capital, BNP PARIBAS, Citi, Crédit Agricole CIB, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs International, HSBC France, ING Commercial Banking, Morgan Stanley, MPS Capital Services, Nomura International, The Royal Bank of Scotland, UBS Investment Bank, UniCredit Bank.

<sup>25</sup> “Il Programma di Prestiti a Medio Termine.”

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> “Emissioni MTN”

fissate in modo da soddisfare sia le necessità derivanti dalla gestione della liquidità dell'emittente sia le preferenze degli investitori”<sup>28</sup>. Per tale programma i titoli vengono collocati attraverso le banche dealer, le quali successivamente li vendono agli investitori *retail*<sup>29</sup>. Secondo i dati più aggiornati pubblicati dal Dipartimento del Tesoro in data 31 Dicembre 2014 circolavano commercial papers per un totale di 554 milioni di dollari e per 65 milioni di sterline.<sup>30</sup>

Ora che sono state esplorate le diverse categorie di titoli di Stato italiani, l'analisi si sposta sull'estensione del mercato in cui essi vengono scambiati.

### 3. Estensione del Mercato dei titoli di Stato italiani

Come anticipato precedentemente, i Titoli di Stato sono lo strumento finanziario utilizzato per soddisfare le esigenze di finanziarie di un paese. Maggiori saranno tali esigenze, maggiore sarà la quantità di titoli emessi da quest'ultimo. Infatti, ogni qualvolta lo Stato fa deficit lo deve finanziare attraverso l'emissione di nuovi titoli sul mercato primario, aumentando così la quantità totale di titoli in circolazione scambiabili sul mercato secondario.

In altri termini, si può affermare che l'estensione del mercato secondario aumenta parallelamente allo stock di debito pubblico. Dato questo legame tra debito pubblico e mercato dei titoli, nei paragrafi successivi sono dedicati allo studio di alcune caratteristiche del debito pubblico italiano utili per contestualizzare l'analisi del mercato dei titoli di Stato: la sua estensione, la sua composizione, il peso dei diversi titoli al suo interno e, in ultimo, i suoi maggiori possessori.

#### *3.1 Lo Stock di debito Pubblico Italiano*

Riportando la definizione proposta sul sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze “il debito pubblico rappresenta la consistenza delle passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni pubbliche (cioè Amministrazione centrale, Amministrazioni locali ed enti di previdenza e assistenza sociale) registrate al valore nominale e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore”<sup>31</sup>.

Secondo i dati ISTAT più recenti il 31 dicembre 2018 lo stock di debito pubblico italiano ammontava a 2.321.957 milioni di euro, pari al 132,2% del PIL; mentre l'indebitamento netto nel 2018 è stato di

---

<sup>28</sup>“Il Programma di Carta Commerciale.”

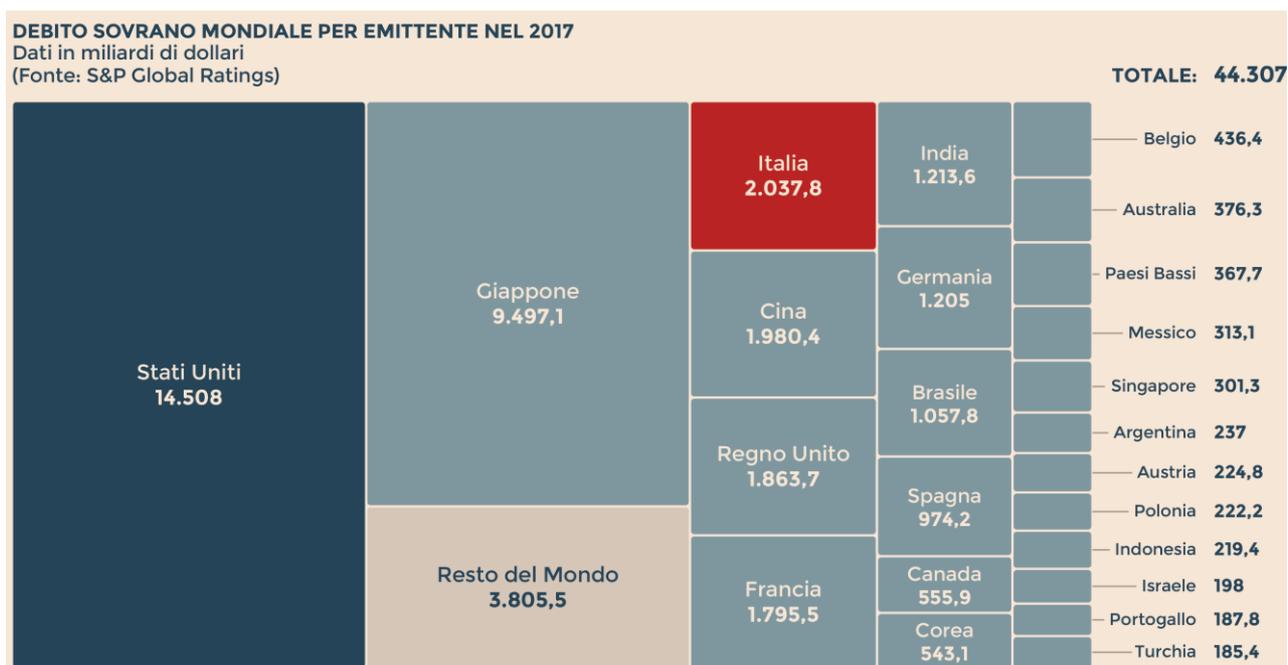
<sup>29</sup>Ibid.

<sup>30</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, “Carta Commerciale”.

<sup>31</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, “Il debito pubblico”.

2,1% del PIL che è stato coperto attraverso l'emissione di nuovi titoli per un totale di 37.505 milioni di euro<sup>32</sup>.

In termini comparativi, il debito pubblico italiano è il terzo più alto del mondo, preceduto solo da Stati Uniti (con 18.237 miliardi di dollari) e Giappone (10.557 miliardi di dollari), come evidenziato dallo schema seguente pubblicato dal Sole24Ore (Fig.2).<sup>33</sup>



(Figura 1 'la mappa del debito pubblico mondiale' pubblicata dal Sole24Ore<sup>34</sup>)

Visto che all'aumentare dello stock di debito pubblico, aumenta la quantità totale di titoli in circolazione e quindi l'estensione del mercato secondario; il dato offerto assume valore in quanto segnala come il mercato dei titoli di stato sia tra i più grandi al mondo.<sup>35</sup>

### 3.2 Componenti dello stock di debito pubblico

Vista la grandezza del debito pubblico, resta da capire il peso che i titoli di Stato hanno al suo interno. Osservando i dati pubblicati dal Dipartimento del Tesoro riguardo la composizione percentuale dello stock di del debito pubblico della Repubblica Italiana, l'84% dello stock di debito pubblico italiano

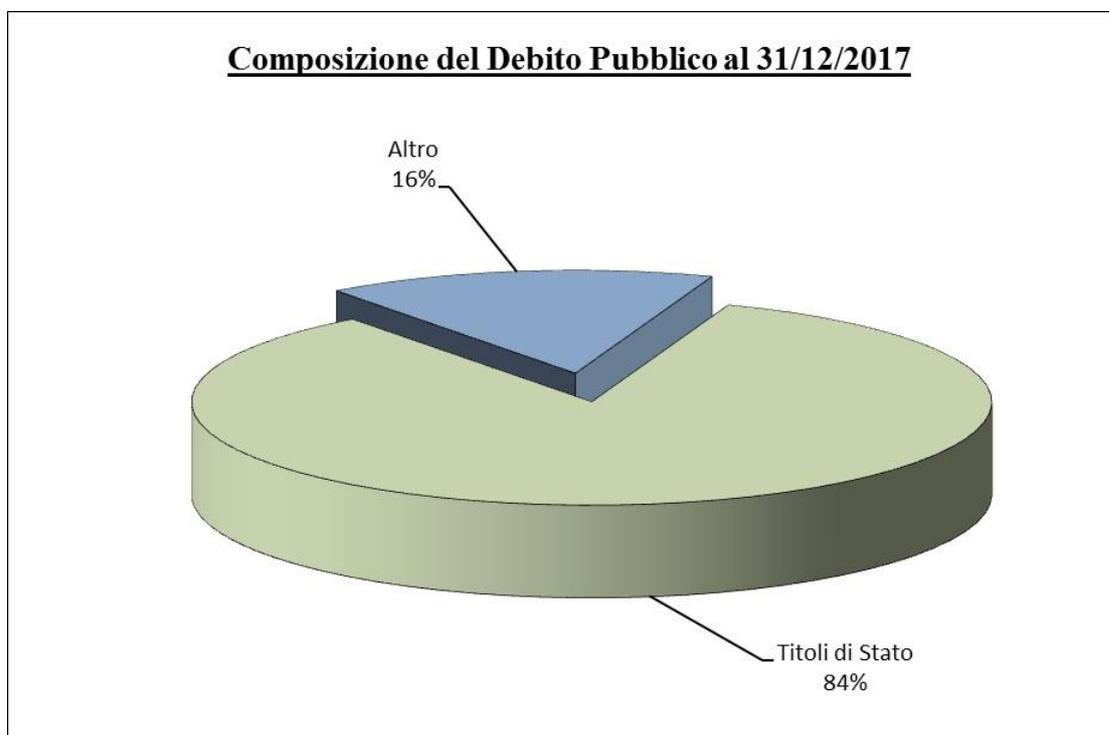
<sup>32</sup> Istat, "Notifica Dell'indebitamento Netto E Del Debito Delle Amministrazioni Pubbliche Secondo Il Trattato Di Maastricht," 1-2.

<sup>33</sup> Cellino, "Una montagna alta 44mila miliardi di dollari. Ecco la mappa del debito pubblico mondiale".

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> Bernardini, "Il mercato dei titoli di stato."

è composto da titoli di stato (sia domestici che internazionali), mentre il restante il 16% è composto da altri elementi (Fig.3)<sup>36</sup>.



(Figura 3 'Composizione del debito pubblico al 31/12/2017' pubblicata dal MEF<sup>37</sup>)

È interessante analizzare più approfonditamente la componente minoritaria del debito. Secondo quanto si legge dal documento del Ministero esso è certamente composto da prestiti, depositi e monete<sup>38</sup>. Ad essi, però, bisogna aggiungere le perdite causate da prodotti derivati che il Tesoro ha sottoscritto nel corso degli anni '90 e, presumibilmente anche '00, così come scoperto da una serie di inchieste giornalistiche, dal lavoro della Commissione Finanza della Camera dei Deputati. Tale fenomeno viene descritto dal Professor. Giuseppe Di Gaspare nel saggio "Funambolismi di finanza pubblica"<sup>39</sup>. Da esso si comprende come il Tesoro abbia sottoscritto nel corso degli anni '90 (e forse anche dopo l'entrata dell'euro) una serie di prodotti finanziari derivati di durata pluridecennale con diverse banche di investimento (tra cui Morgan Stanley). Tali prodotti sono Interest Rate Swaps (IRS), cioè contratti aleatori sull'andamento del tasso di interesse dei titoli di Stato italiani. Sembrerebbe che attraverso essi il Tesoro abbia provato a 'coprirsi' da una eventuale crescita dei tassi, pagando un tasso fisso alle banche con cui ha sottoscritto tali prodotti<sup>40</sup>. Dal saggio di Di

<sup>36</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Il debito pubblico".

<sup>37</sup> Ibid.

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> Di Gaspare, "Funambolismi di Finanza Pubblica".

<sup>40</sup> Ibid.

Gaspare si evince come “l’ipotesi più probabile è che tali contratti ... siano stati escogitati per rinviare l’emersione del costo dei tassi di interesse del debito sottostante ai derivati stessi a dopo il 2000, per agevolare il rispetto del limite del 3% del deficit annuale di bilancio previsto ... negli accordi di Maastricht”<sup>41</sup> in modo da permettere l’entrata nell’euro dell’Italia. Il problema consiste nel fatto che tali prodotti derivati abbiano causato perdite per circa 40 miliardi di euro in quanto siano stato formulati in modo da favorire le banche di investimento<sup>42</sup>. Attualmente la vicenda sembra chiusa con la sentenza 50/2019 l’8 marzo 2019 dalla prima sezione centrale d’appello della Corte dei conti la quale “la gestione dei derivati del Tesoro non c’è stato il danno erariale”<sup>43</sup>, anche se potrebbero aprirsi nuovi scenari in futuro.

### *3.3 Caratteristiche della componente in titoli di Stato dello stock di debito pubblico*

Nei paragrafi precedenti è stata evidenziato come una parte preponderante del terzo stock di debito pubblico più grande al mondo sia composto da titoli di Stato. A questo punto è necessario scomporre questa ‘fetta’ nelle diverse tipologie di titoli che la compongono, in modo da comprendere quali sono i titoli più presenti all’interno del mercato. Secondo i dati più recenti emessi dal Tesoro il 30 aprile 2019 il totale di titoli in circolazione era composto per 97,96% da titoli domestici, mentre il 2,04% da titoli internazionali<sup>44</sup>. I titoli domestici sono così ripartiti:

- 1.425.748,48 milioni di euro in BTP (70,98%);
- 158.391 milioni di euro in BTP €i (7,88%);
- 134.491 milioni di euro in CTTeu (6,69%);
- 116.676 milioni di euro in BOT (5,81%);
- 72.453 milioni di euro in BTP Italia (3,61%);
- 60.075 milioni di euro in CTZ (2,99%).

Tra i titoli internazionali l’1,93% (38.769 milioni di euro) è composto da titoli in euro, lo 0,11% (2.295 milioni) è composto da titoli in valuta estera (yen, sterline, dollari americani e dollari australiani) (Fig.4)<sup>45</sup>.

---

<sup>41</sup> Di Gaspare, “Funambolismi di Finanza Pubblica”.

<sup>42</sup> Ibid.

<sup>43</sup> Trovati, “Derivati del Tesoro, tutto legittimo”.

<sup>44</sup> Dipartimento del Tesoro, “Composizione dei Titoli di Stato al 30 Aprile 2019”

<sup>45</sup> Ibid.

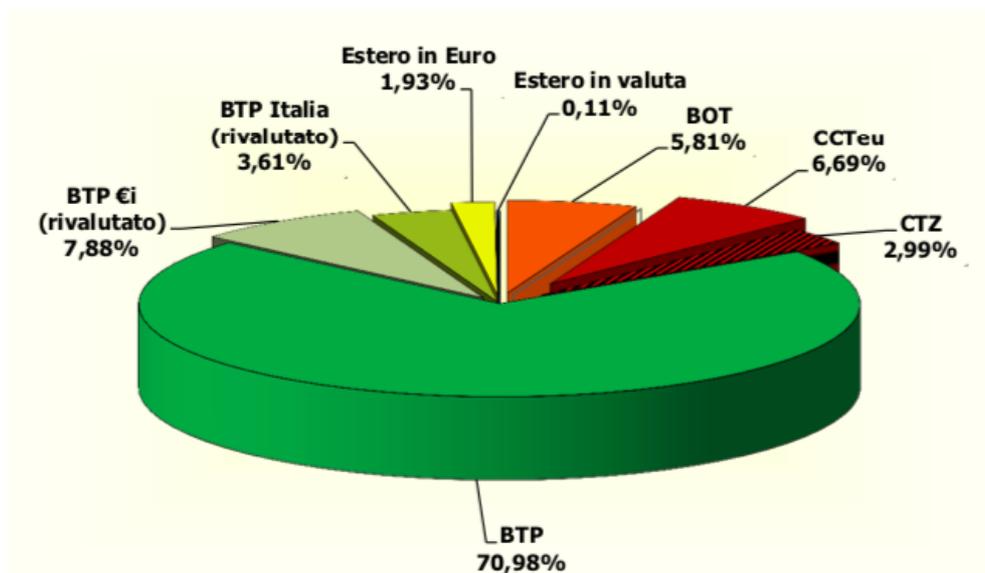


Figura 4 'Composizione dei titoli di Stato in circolazione al 30 aprile 2019' pubblicata dal MEF<sup>46</sup>

### 3.4 I possessori del debito

Le informazioni fornite finora 'fotografano' un mercato dei titoli di Stato vasto e composto da un varietà di prodotti diversi: titoli nazionali e internazionali; titoli a lungo, medio e breve termine; titoli a tasso fisso, a tasso variabile e indicizzati. In questo paragrafo vengono analizzati chi sono i maggiori detentori di titoli di Stato italiani a livello nazionale, a livello comunitario ed extra-comunitario.

Secondo l'analisi svolta da Flavio Bini e pubblicata il 30 Maggio 2018 da Repubblica, i titoli di stato italiani sono posseduto:

- Per il 6% dai cittadini italiani;
- Per il 19% da BankItalia (direttamente o attraverso la BCE<sup>47</sup>);
- Per il 22% da Fondi e Assicurazioni Italiane;
- Per il 18% sono detenuti da Banche Italiane.
- Per il restante 35% da Istituti Finanziari Monetari (IFM) stranieri<sup>48</sup>.

Si osserva come circa il 65% dei titoli italiani sono detenuti 'dentro il confine', mentre una fetta rilevante (il 35%) sono tenuti oltre il confine (Fig.5).

<sup>46</sup>Dipartimento del Tesoro, "Composizione dei Titoli di Stato al 30 Aprile 2019"

<sup>47</sup> Per effetto del Quantitative Easing.

<sup>48</sup>Bini. "Chi ha in mano il debito pubblico italiano: l'evoluzione in 30 anni."

Quest'ultimi sono in mano principalmente ad attori europei (il 30% dei titoli totali, cioè il 1'85% di tutti i titoli esteri), mentre il restante 5% è detenuto da attori extra-europei, tra cui spiccano i fondi americani (1%) e i fondi giapponesi (1,5%)<sup>49</sup>.

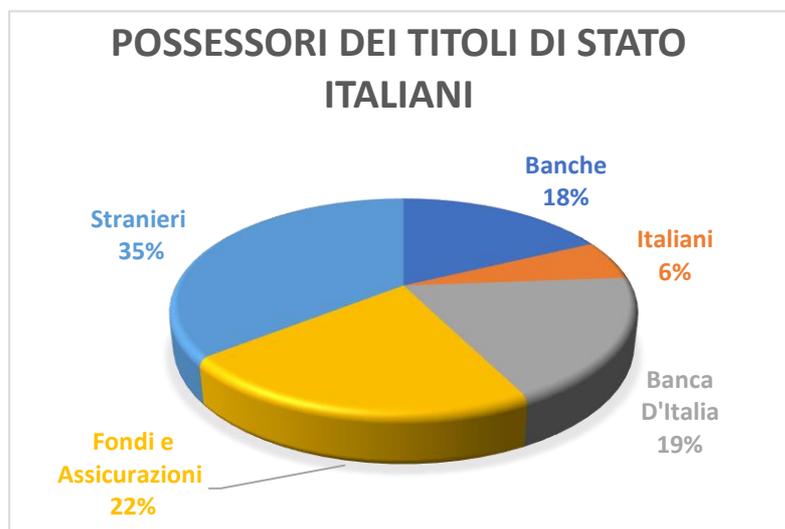


Figura 5 'Possessori dei titoli di Stato italiani'

Tra i privati i maggiori possessori di titoli sono Poste Italiane, la quale detiene oltre 121 miliardi di titoli; seguita da Generali con 63 miliardi. Rispetto agli istituti esteri, Allianz SE è il primo maggior investitore estero con 24,8 miliardi, davanti alla compagnia assicurativa francese Axa SA che detiene 22,7 miliardi di euro di titoli<sup>50</sup>. Considerando soltanto gli istituti bancari i maggiori detentori di titoli di stato italiani sono UniCredit Spa (59,17 miliardi di euro), Intesa San Paolo Spa (38,67 miliardi di euro), BNP Paribas SA (16,02 miliardi di euro), Dexia SA (14,78 miliardi di euro), Banco dei Sabadell SA (10,47 miliardi di euro) e Credit Agricole Group (10,34 miliardi di euro)<sup>51</sup>.

Infine, ragionando in termini di stati è la Francia la nazione più esposta al debito italiano, con un totale di titoli posseduti di oltre a 250 miliardi di euro. Al secondo posto si posiziona la Germania con 83,2 miliardi di euro, seguita dalla Spagna (44,6 miliardi di euro) e, infine, gli USA con circa 42,3 miliardi<sup>52</sup>. L'analisi mostra come la Francia sia il paese più esposto all'Italia, infatti si stima che a fine 2017 gli investitori francesi detenessero circa il un terzo dei titoli di stato posseduti da investitori esteri<sup>53</sup>. Alla luce di queste informazioni non appare un caso che all'interno dell'Elenco

<sup>49</sup> Franceschini, "Bond e spread, ecco chi detiene il debito pubblico italiano".

<sup>50</sup> Ibid.

<sup>51</sup> Rosca e Mehmood, "French, Spanish banks most exposed to Italian bonds outside Italy."

<sup>52</sup> Morici, "Debito pubblico: gli stranieri che hanno in mano l'Italia"

<sup>53</sup> Longo, M. "Debito italiano, banche francesi i più importanti creditori esteri."

degli Specialisti in titoli siano presenti tre banche francesi: Bnp, Credit Agricole e Società Generale<sup>54</sup> (tema approfondito nel cap.II paragrafo 6.1).

---

<sup>54</sup>Dipartimento del Tesoro, “Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato”

## CAPITOLO II: IL MERCATO PRIMARIO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI

### 1. Introduzione: condizioni per garantire la sostenibilità del debito

Il debito pubblico italiano è il terzo più grande al mondo<sup>55</sup> con la conseguenza che è estremamente ampio il mercato dei titoli di Stato che da esso deriva. In questo contesto è cruciale che il MEF attui una gestione efficiente del debito tale da garantire “un buon piazzamento dei titoli emessi da parte dello Stato”<sup>56</sup> (laddove per ‘buon piazzamento’ si intende il collocamento di una quantità di titoli sufficiente alle esigenze di cassa dello Stato, che viene effettuato ad un costo ragionevole). Affinché questo si realizzi lo Stato italiano e il suo mercato dei titoli di Stato devono garantire una serie di caratteristiche.

*In primis*, il Paese deve dimostrarsi politicamente ed economicamente solido in modo da poter garantire il rimborso dei titoli di Stato agli investitori. La credibilità nei confronti di questi è un elemento cruciale per evitare una lievitazione del costo del debito pubblico, infatti quando essa viene a mancare si diffonde tra gli investitori una percezione di instabilità del paese, che si sostanzia con un aumento dei rendimenti dei titoli dovuto al maggiore ‘premio al rischio’ che gli investitori chiedono per investire sull’Italia<sup>57</sup>. Questo fenomeno implica un aggravio dei costi relativi all’emissione di nuovo debito ed è estremamente deleterio per le casse dello Stato anche e soprattutto in relazione all’alto rapporto debito/PIL italiano.

*In secundis*, vi deve essere una prudente politica di gestione del debito, tale da minimizzare il costo del debito e i rischi ad esso collegati. In questo modo si evita una situazione in cui l’aumento del costo del debito lo renda insostenibile<sup>58</sup>. In quest’ottica lo Stato deve:

- Garantire una vita media del debito lunga, distribuendo nel tempo le diverse scadenze così da minimizzare i costi connessi ai rischi di rifinanziamento e di tasso.
- Rendere stabile la spesa per interessi gestendo la qualità e la quantità dei titoli in circolazione, in modo da ridurre i costi e i rischi connessi a eventuali shock sui tassi<sup>59</sup>.
- Mantenere un mercato dei titoli di Stato (inteso come l’insieme del mercato primario e secondario) efficiente.

L’obiettivo di questa tesi l’analisi della struttura e del funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani, per questo motivo lo studio si concentra principalmente sull’ultimo punto: il mantenimento

---

<sup>55</sup> Cellino, “Una montagna alta 44mila miliardi di dollari. Ecco la mappa del debito pubblico mondiale”.

<sup>56</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato,” 1.

<sup>57</sup> “Premio al rischio”

<sup>58</sup> Ministero dell’Economia e delle Finanze, “Rapporto sul debito pubblico 2017”, 2

<sup>59</sup> Ministero dell’Economia e delle Finanze, “Rapporto sul debito pubblico 2017”, 9-20

di un mercato dei titoli di stato efficiente. Gli altri punti verranno trattati soltanto in maniera marginale in relazione ad esso, dato che hanno a che fare con una gestione politica del debito piuttosto che con caratteristiche proprie del mercato dei titoli di stato.

## 2. La funzione del mercato primario

I titoli di Stato italiani sono emessi nel mercato primario dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (specificatamente dalla Direzione II - "Debito Pubblico" del Dipartimento del Tesoro)<sup>60</sup>. Nel mercato primario l'offerta dei titoli emessi del Ministero si incontra con la domanda degli operatori abilitati a partecipare a tale mercato. Gli operatori, una volta acquistata una o più *tranche* di titoli, hanno due possibilità: rivenderli sul mercato secondario prima della scadenza oppure tenerli con la prospettiva di guadagnare attraverso la riscossione delle cedole periodiche e dallo scarto di emissione alla fine della vita del titolo.

La *ratio* del mercato primario è rispondere alle esigenze di finanziamento dell'amministrazione statale attraverso il collocamento dei titoli di stato, i quali devono essere piazzati a un prezzo tale da non compromettere la sostenibilità del debito nel lungo periodo.

Il mercato primario fallisce nell'adempiere la sua funzione quando non è in grado di garantire un collocamento adeguato dei titoli sia in termini quantitativi (permettendo il collocamento di una quantità di titoli minore di quella necessaria al mantenimento della 'macchina pubblica') sia in termini qualitativi (collocando i titoli a un prezzo troppo oneroso per le casse statali con il rischio di causare il futuro *default* dello stato).

Per evitare che questi due rischi non si concretizzino il mercato si è dotato di una serie di caratteristiche: l'utilizzo di particolari modalità di emissione; una pianificazione delle emissioni chiara e trasparente; la possibilità di operare esclusiva di intermediari che presentano specifiche caratteristiche, la presenza di particolari figure funzionali al mantenimento di un alto grado di liquidità e di collocazione dei titoli all'interno del mercato (gli Specialisti in titoli di Stato).

Le modalità di emissione e collocamento dei titoli di stato sono tre:

- a. Asta pubblica (competitiva o marginale);
- b. Collocamento sindacato;
- c. Piattaforma di negoziazione elettroniche (MOT);<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> "Le tipologie di titoli di stato italiani."

<sup>61</sup> Dipartimento del Tesoro, "Modalità Di Svolgimento Delle Aste."

### 3. Aste Pubblica Competitiva o Marginali

L'asta pubblica è la modalità di collocamento più utilizzata da Tesoro dato che “permette la partecipazione un gran numero di investitori e garantisce elevata competitività e trasparenza”<sup>62</sup>.

“Le aste dei titoli di Stato sono effettuate presso la Banca d'Italia, Servizio Operazioni sui Mercati – Divisione Debito Pubblico, alla presenza di un dipendente della stessa Banca e di un funzionario (detto ufficiale rogante) del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), che rappresenta il Ministro ed è responsabile della regolarità dell'asta”<sup>63</sup>. Per partecipare alle aste gli operatori abilitati devono inviare telematicamente la domanda di partecipazione attraverso la Rete Nazionale Interbancaria (RNI) entro le ore 11.00 del giorno d'asta<sup>64</sup>.

Le domande inviate dagli operatori autorizzati vengono organizzate in un tabulato “in cui le richieste sono riportate in ordine decrescente di prezzo o crescente di rendimento”<sup>65</sup>. La procedura d'asta si svolge per via informatica ed è completamente automatizzata. In questo modo garantisce l'efficienza e la sicurezza necessarie ad attrarre la partecipazione di ampio ventaglio di investitori sia nazionali che esteri<sup>66</sup>.

Vengono utilizzate due tipologie di aste, a seconda del titolo/i di stato che il Tesoro intende collocare:

- “Asta competitiva in termini di rendimento, per i BOT;
- Asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa, per i CTZ, BTP, CCT, CCTeu e BTP€i”<sup>67</sup>.

#### *3.1 Asta competitiva in termini di rendimento*

L'asta competitiva in termini di rendimento viene utilizzato solamente per il collocamento dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) e deve il suo nome al fatto che le offerte degli operatori abilitati sono espresse in termini di rendimento, piuttosto che di prezzo<sup>68</sup>.

Nell'asta “vengono soddisfatte in primo luogo le domande ai rendimenti più bassi e poi in ordine crescente le altre, fino al completo esaurimento della quantità offerta.”<sup>69</sup> Questo meccanismo di assegnazione dei titoli prevede che tutte le richieste ‘vincitrici’ si aggiudichino la tranche di BOT al

---

<sup>62</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato.”

<sup>63</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste”.

<sup>64</sup> Ibid.

<sup>65</sup> Ibid.

<sup>66</sup> “Aste in titoli di Stato e altre operazioni per conto del Tesoro”

<sup>67</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste”.

<sup>68</sup> Ibid.

<sup>69</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste”.

rendimento offerto. La conseguenza è che alla fine dell'asta i diversi operatori si aggiudicano le *tranche* di titoli a tassi di rendimenti eterogenei. In altri termini, gli operatori che avranno fatto l'offerta migliore avranno un tasso di remunerazione maggiore rispetto agli altri una volta che venderanno tali prodotti sul mercato secondario. Data questa peculiarità l'«a Banca d'Italia sulla base calcola il rendimento medio ponderato e il prezzo medio ponderato»<sup>70</sup> dell'asta appena conclusa. Quest'ultimo è il prezzo che deve essere garantito dagli operatori acquirenti agli investitori che hanno sottoscritto i titoli dell'asta<sup>71</sup>.

La partecipazione diretta all'asta sia riservata agli operatori autorizzati, però i singoli investitori possono partecipare per via indiretta prenotando una determinata quantità di titoli presso un intermediario autorizzato entro il giorno precedente l'asta, con l'unica condizione di sottoscrivere titoli per un importo minimo di mille euro. Invece gli operatori che partecipano all'asta devono offrire almeno 1,5 milioni di euro a proposta, mentre quantità massima richiedibile corrisponde alla totalità della quantità di titoli in asta<sup>72</sup>. Per ogni emissione il Tesoro impone un rendimento massimo accettabili (rendimento di esclusione) con lo scopo di evitare domande speculative; e un rendimento minimo calcolato sottraendo 50 punti base al rendimento medio ponderato<sup>73</sup> (rendimento di salvaguardia), con lo scopo di evitare che il prezzo medio ponderato dell'asta sia tale da non rispecchiare i rendimenti del mercato, causando perdite all'operatore<sup>74</sup>.

### *3.2 Asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa*

L'asta marginale è la modalità di collocamento utilizzata per i seguenti titoli di stato a lungo termine, cioè CTZ, BTP, CTT, CTTeu e BTP€i. Essa deve il suo nome al fatto che «la determinazione del prezzo d'aggiudicazione e della quantità avviene con meccanismo discrezionale»<sup>75</sup> per cui la quantità che viene emessa dal Tesoro è compresa tra un ammontare minimo ed un massimo<sup>76</sup>. In questo caso il prezzo d'aggiudicazione (o prezzo marginale) corrisponde al «prezzo meno elevato tra quelli offerti dai partecipanti rimasti aggiudicatari»<sup>77</sup>. Tale prezzo marginale sarà quello applicato a tutte le offerte fatte degli operatori aggiudicatari di una *tranche* di titoli. Quindi, a differenza dell'altra tipologia di asta, al termine dell'asta gli operatori pagheranno tutti lo stesso prezzo, avendo

---

<sup>70</sup>Ibid.

<sup>71</sup>Ibid.

<sup>72</sup>Ibid.

<sup>73</sup>Dipartimento del Tesoro. «Esempio di Assegnazione BOT in Asta»

<sup>74</sup>Dipartimento del Tesoro, «Modalità Di Svolgimento Delle Aste».

<sup>75</sup>Ibid.

<sup>76</sup>Ibid.

<sup>77</sup> Dipartimento del Tesoro, «Modalità Di Svolgimento Delle Aste».

tutti un tasso di rendimento omogeneo<sup>78</sup>. L'importo minimo richiedibile è di 500.000 euro, mentre quello massimo corrisponde ancora una volta alla quantità totale di titoli emessa, inoltre anche in questo caso i singoli investitori possono partecipare all'asta alle medesime condizioni dell'asta competitiva<sup>79</sup>. Anche per l'asta marginale "l'ammontare collocato è determinato escludendo le offerte formulate a prezzi ritenuti non convenienti rispetto alle condizioni di mercato"<sup>80</sup>.

### *3.3 Collocamento Supplementare*

Il collocamento supplementare consiste in una riapertura a cui possono partecipare soltanto gli Specialisti in Titoli di Stato che hanno partecipato all'asta principale avendo fatto almeno un'offerta. Esso avviene sia per i titoli a medio-lungo termine (CTZ, BTP, CTT, CTTeu e BTP€i), che per i BOT da sei e dodici mesi. Come si legge dal documento redatto dal Dipartimento del Tesoro "il prezzo al quale vengono assegnati i titoli è il prezzo marginale di aggiudicazione determinatosi nell'asta ordinaria per i titoli a medio-lungo termine e il prezzo medio ponderato dell'asta ordinaria per i BOT"<sup>81</sup>.

Attraverso il collocamento supplementare, il Tesoro offre una quantità di titoli che varia a seconda delle tipologie del prodotto collocato. Per i BOT l'importo massimo offerto corrisponde al 10% dell'emissione ordinaria; "mentre per i titoli a medio-lungo termine è pari al 30% del quantitativo offerto nella prima tranche di ogni nuovo titolo e al 15% per le successive riaperture"<sup>82</sup>. Nelle sessioni di collocamento supplementare ogni Specialista ha il diritto di sottoscrivere ad una quota dei titoli che viene determinata in proporzione alla quota aggiudicata da esso nell'asta ordinaria, nonché sulla base delle performance dello Specialista sul mercato secondario.

### *3.4 Quale è il metodo migliore?*

---

<sup>78</sup> Ibid.

<sup>79</sup> Ibid.

<sup>80</sup> Ibid.

<sup>81</sup> Ibid.

<sup>82</sup> Ibid.

È stato visto che nell'asta marginale le offerte sono accolte al prezzo meno elevato tra quelli offerti, mentre nell'asta competitiva il prezzo di aggiudicazione varia da un operatore all'altro<sup>83</sup>. Data questa differenza sostanziale è interessante analizzare quale sia la modalità di collocamento meno costosa per lo Stato. Secondo l'analisi effettuata dall'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani dell'Università Cattolica le aste marginali siano le più vantaggiose per lo stato in quanto garantiscono un minor costo di finanziamento del debito<sup>84</sup>. Questa opinione si basa sul fatto che durante l'asta competitiva gli operatori tendono a fare offerte al ribasso perché, dato che il prezzo offerto corrisponderà al prezzo che dovranno effettivamente pagare, la loro aspettativa sul guadagno che potranno avere dalla rivendita del titolo li porta ad abbassare la loro offerta. In altri termini “gli operatori tendono a ribassare le proprie offerte considerando il valore che essi stimano per la rivendita dello stesso titolo nel mercato secondario”<sup>85</sup>.

La spiegazione è psicologica e risiede nel fatto che quando un operatore si aggiudica una *tranche* di titoli è portato a pensare che abbia vinto l'asta grazie ad una offerta di prezzo troppo alta per il mercato, credendo di essersi esposto a perdite nel momento della vendita dei titoli aggiudicati. Di conseguenza, per effetto di questa credenza, l'operatore rivedrà a ribasso le proprie offerte nelle aste successive, aumentando i costi del debito per Stato. Questo è la spiegazione per cui la maggioranza degli studiosi sostiene che i costi dello Stato siano minimizzati quando ciò non avviene, cioè nel di aste marginali<sup>86</sup>. Tuttavia, entrambe le tipologie di asta sono tutt'ora utilizzate non solo dall'Italia, ma anche a livello internazionale.

### 3.5 Pianificazione e Regolamento delle emissioni e del regolamento

“Dal 1994 il Ministero dell'Economia e delle Finanze pubblica alla fine di ogni anno il ‘Calendario annuale delle Aste’ dell'anno successivo insieme con le ‘Linee Guida della gestione del debito pubblico’, in modo da informare con largo anticipo gli operatori circa la cadenza dei collocamenti via asta e il profilo qualitativo che ispirerà la politica di emissione durante l'anno”<sup>87</sup>.

Il Calendario ha lo scopo di informare e dare agli investitori tutte le informazioni necessarie a permettere loro di partecipare alle aste dei titoli di stato. Specificamente esso contiene “le date dei comunicati di emissione, delle aste e del relativo regolamento, specificate per categorie di titoli”<sup>88</sup>.

---

<sup>83</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste”.

<sup>84</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato.”

<sup>85</sup> Ibid.

<sup>86</sup> Ibid.

<sup>87</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste”.

<sup>88</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste.”

In aggiunta al calendario sono pubblicati il ‘Calendario delle aste BOT’ e il ‘Programma Trimestrale di Emissione’ in modo da fornire tutti i dettagli riguardo la tipologia e la quantità di titoli emessi, le date delle emissioni, nonché delle sessioni di collocamento supplementare e le date di regolamento<sup>89</sup>. Infine, prima di ogni asta viene pubblicato il Comunicato di Emissione che contiene le informazioni medesime informazioni ma rispetto alla singola asta.

L’analisi ha evidenziato come l’asta pubblica è la modalità di collocamento più utilizzata dal Tesoro perché offre una serie di vantaggi funzionali a un esito positivo del collocamento dei titoli. Il fatto di essere completamente telematica e automatizzata aumenta l’efficienza operativa del mercato e permette anche ad investitori internazionali di partecipare. A questo bisogna aggiungere la possibilità di programmare le aste possono con largo anticipo e di dare agli investitori tutte le informazioni necessarie alla partecipazione. Caratteristiche che ‘attirano’ una maggiore quantità di partecipanti, aumentando la sicurezza e la trasparenza del mercato, entrambi elementi che contribuiscono ad aumentare l’efficienza informativa.

Tuttavia, il Tesoro utilizza anche altri due metodi che presentano specifiche caratteristiche atte a rispondere a particolari esigenze del mercato primario.

#### 4. Sindacato di Collocamento

Il sindacato di collocamento è un particolare meccanismo di emissione dei titoli di stato che prevede la presenza di un gruppo di banche “incaricato di raccogliere gli ordini degli investitori finali, piazzando così in modo efficiente un determinato quantitativo del titolo di Stato in emissione”<sup>90</sup>.

Tale sindacato è composto da banche scelte prevalentemente tra gli Specialisti in Titoli di Stato e viene utilizzata dal Dipartimento del Tesoro in due casi:

- Quando c’è la necessità di introdurre nuove tipologie di titoli;
- Quando è necessario ‘studiare’ il mercato, per valutare accuratamente l’interesse degli operatori rispetto a un particolare titolo e quindi comprendere la quantità da emettere e il prezzo a cui potrebbe essere venduto il prodotto<sup>91</sup>.

Nel primo caso rientra l’utilizzo di sindacato di collocamento nel 2003 per la prima emissione dei Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all’inflazione europea (BTP€i) e nel 2010 per quella dei Certificati di Credito del Tesoro indicizzati al Tasso Euribo(CCTeu), mentre nel secondo caso rientra

---

<sup>89</sup> Ibid.

<sup>90</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato.”

<sup>91</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato.”

l'utilizzo di tale modalità per l'emissione dei Buoni Poliennali del Tesoro a lunghissimo termine (30 e 50 anni)<sup>92 93</sup>.

## 5. Piattaforma di Negoziazione Elettronica (MOT)

Il Mercato Telematico Obbligazione (MOT) è il mercato secondario regolamentato *retail* di Borsa Italiana S.p.a. utilizzato per la compravendita di titoli di Stato. L'utilizzo di tale piattaforma di negoziazione elettronica è stato introdotto per la prima volta nel 2012 per il collocamento dei BTPIItalia e, tutt'ora, viene utilizzato soltanto per questa tipologia di titoli. Attraverso tale modalità il Tesoro ha collocato titoli per 142 miliardi di euro attraverso 14 emissioni<sup>94</sup>.

Il collocamento tramite MOT “comporta che il tasso cedolare sia determinato al termine del collocamento in base alle condizioni di mercato, mentre il prezzo è uguale al valore nominale (alla pari)”<sup>95</sup>, il che implica che il prezzo è il medesimo per tutti gli acquirenti. Il processo di collocamento dura 4 giorni e si compone di due fasi. Durante i primi tre giorni del collocamento l'acquisto del titolo può essere eseguito solo dai risparmiatori individuali, i quali possono acquistare il titolo esclusivamente via home-banking (oppure presso la posta o in banca). Infine, durante l'ultimo giorno di collocamento (specificamente e dalle 9 alle ore 11) gli investitori istituzionali possono partecipare all'acquisto del titolo<sup>96</sup>. La *ratio* di questo particolare metodo di emissione è di “indirizzare il BTP Italia al mercato al dettaglio e quindi soprattutto ai risparmiatori individuali”<sup>97</sup>.

Non tutti gli intermediari finanziari possono partecipare al mercato primario dei titoli, ma soltanto gli ‘operatori abilitati’, le cui caratteristiche sono evidenziate nel paragrafo successivo.

## 6. Operatori Abilitati

Secondo il documento emanato dal Ministero del Tesoro gli ‘operatori abilitati’ (*dealers*) sono quegli intermediari finanziari che possono partecipare alle sessioni di collocamento dei titoli di Stato.

---

<sup>92</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato.”

<sup>93</sup> Dipartimento del Tesoro, “Modalità Di Svolgimento Delle Aste.”

<sup>94</sup> Borsa Italiana, “Review dei Mercati 2018,” 13.

<sup>95</sup> Bernardini, “Il mercato dei titoli di stato.”

<sup>96</sup> Ibid.

<sup>97</sup> Ibid.

Specificamente tale categoria comprende le banche e le imprese di investimento registrate presso la Banca d'Italia le quali sono abilitate “allo svolgimento di almeno uno dei servizi di investimento ai sensi dell'art. 1 comma 5 del decreto legislativo 24/2/1998 n. 58, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”<sup>98</sup>. Ai sensi di tale articolo possono partecipare all'asta:

- banche italiane comunitarie ed extracomunitarie iscritte nell'albo istituito presso la Banca d'Italia;
- “le società di intermediazione mobiliare e le imprese di investimento extracomunitarie iscritte nell'albo istituito presso la CONSOB, ovvero le imprese di investimento comunitarie iscritte nell'apposito elenco allegato a detto albo”<sup>99</sup>.

Inoltre, “tali intermediari finanziari devono preliminarmente adempiere ai seguenti requisiti formali: firmare l'apposita convenzione con la Banca d'Italia che regola la sottoscrizione dei titoli di Stato; sostenere i test per l'accesso remoto alla rete nazionale interbancaria, essere in grado di regolare l'operazione in via diretta o tramite un altro intermediario autorizzato”<sup>100</sup>. La *ratio* della questa barriera all'ingresso è di permette l'operatività all'interno del mercato soltanto a determinati operatori che posseggono caratteristiche tecniche e operative tali da garantire un'attiva partecipazione mercato primario.

Tra gli operatori abilitati a partecipare al mercato primario, bisogna distinguere una particolare sottocategoria: gli Specialisti in titoli di Stato

### 6.1 Specialisti in Titoli di Stato

Gli Specialisti in titoli di Stato “sono operatori principali (*primary dealers*) tenuti a soddisfare requisiti più stringenti rispetto agli altri operatori abilitati (*dealers*), sia in termini di quantità di titoli sottoscritte nelle aste (mercato primario), che in termini di volumi di negoziazione sul mercato telematico secondario (MTS)”<sup>101</sup>.

La *ratio* dietro la creazione della figura degli Specialisti è quella di avere sul mercato degli operatori che hanno come obiettivo di contribuire al buon esito delle aste attraverso diverse modalità. *In primis*, tali attori aiutano il Tesoro a comprendere la tipologia e la quantità di titoli da immettere nel mercato nelle aste successive informandolo a riguardo i titoli maggiormente richiesti sul mercato.

---

<sup>98</sup> Dipartimento del Tesoro, “Operatori Abilitati”.

<sup>99</sup> Dipartimento del Tesoro, “Operatori Abilitati”.

<sup>100</sup> Dipartimento del Tesoro, “Operatori Abilitati”.

<sup>101</sup> Dipartimento del Tesoro. “Gli Specialisti in titoli di Stato”

Secondariamente essi hanno gli obblighi di ampliare la platea degli investitori domestici e internazionali e di ideare strategie atte a ridurre il costo dell'indebitamento pagato dal Tesoro. Infine, essi devono garantire il buon collocamento dei titoli sul mercato primario, nonché fornire liquidità al mercato secondario<sup>102</sup>.

Il tema è normato dal art.23 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.216 del dicembre 2009 e dal Decreto Dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 993039 del novembre 2011 (Selezione e Valutazione degli Specialisti in Titoli di Stato). I quali impongono agli Specialisti<sup>103</sup>:

1. “La sottoscrizione, ad ogni asta, di una quota di titoli di Stato non inferiore al 3%”<sup>104</sup> e una forte partecipazione al mercato primario in termini di presenza alle aste e di corretta partecipazione in esse;
2. Il conseguimento “di una valutazione soddisfacente nell'attività svolta sul mercato secondario, in termini di contributo al volume degli scambi, alla liquidità e alla profondità del mercato, da valutarsi anche in relazione alla performance media degli altri Specialisti”<sup>105</sup>;
3. “Il supporto nelle scelte di miglioramento dell'efficienza complessiva della gestione del debito”<sup>106</sup>.

Non tutti gli operatori possono accedere all'Elenco degli Specialisti in titoli di Stato, infatti l'art. 23 del Regolamento n.216 del dicembre 2009 impone che “può richiedere l'iscrizione nell'Elenco il market maker in titoli di Stato italiani, residente nell'Unione europea, avente natura di banca o di impresa di investimento, operante sui mercati regolamentati e/o sui sistemi multilaterali di negoziazione all'ingrosso con sede legale nell'Unione europea”. Inoltre, il market maker deve soddisfare una serie di requisiti posti, del medesimo regolamento<sup>107</sup> e dall'all'art.4 del Decreto

---

<sup>102</sup> Dipartimento del Tesoro. “Gli Specialisti in titoli di Stato”

<sup>103</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Decreto Dirigenziale n. 993039, Selezione e Valutazione degli Specialisti in titoli di Stato*, 11 novembre 2011.

<sup>104</sup> Art.6.1 Decreto Dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze. n. 993039. 2011.

<sup>105</sup> Ibid.

<sup>106</sup> Ibid.

<sup>107</sup> Il quale recita: “I requisiti per l'iscrizione e la permanenza nell'elenco sono i seguenti:

- a) possesso di una struttura organizzativa idonea per un'efficiente partecipazione al mercato primario e alle sedi di negoziazione all'ingrosso nonché per un'efficiente distribuzione dei titoli di Stato italiani presso gli investitori finali;
- b) partecipazione efficiente al mercato primario dei titoli di Stato italiani, in termini di qualità, continuità e quantità, con una aggiudicazione minima su base annua di una quota non inferiore al tre per cento dell'ammontare nominale complessivo collocato in asta, calcolata tenendo conto delle caratteristiche finanziarie dei titoli sottoscritti;
- c) partecipazione efficiente alle sedi di negoziazioni all'ingrosso dei titoli di Stato italiani in termini di contributo al volume degli scambi, alla liquidità e alla profondità del mercato, mediante la formulazione, su base continuativa, di

Dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 993039 del novembre 2011<sup>108</sup> sono esposti dettagliatamente nelle note piè pagina.

Nel caso in cui l'operatore principale soddisfi tutti i requisiti richiesti, esso può inviare domanda formale al Ministero del Tesoro per ottenere lo *status* di 'Aspirante Specialista' e decorso un periodo di osservazione della durata di almeno 6 mesi) il MEF deciderà se iscrivere o meno l'operatore all'Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato. Per quanto riguarda i market maker già presenti nell'Elenco essi possono essere estromessi da questo in due casi: "per gravi motivi, nel caso di comportamenti che contrastino con l'efficienza complessiva del mercato o con l'ordinato svolgimento delle negoziazioni<sup>109</sup>" oppure nel caso in di non adempimento dei requisiti esposti precedentemente. In ogni caso, il *market maker* escluso dovrà aspettare almeno un anno per fare nuova richiesta di inserimento.<sup>110</sup>

Lo Specialista in titolo di Stato può godere di una serie di privilegi:

- Può accedere in via esclusiva alle sessioni di collocamento supplementare;<sup>111</sup>
- Ha la "facoltà di partecipare in maniera esclusiva alle aste di riacquisto dei titoli a valere sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato;
- La presenza alle riunioni periodiche mensili con il Dipartimento di Tesoro;
- La comunicazione mensile da parte del Dipartimento del Tesoro dei dati riguardanti la loro performance e posizione nella graduatoria"<sup>112</sup>.

---

quotazioni, in acquisto e in vendita, impegnative e competitive in termini di prezzo e di quantità".  
(art.23.2 Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.216 del dicembre 2009)

<sup>108</sup> Il quale richiede che il market maker:

"a) sia operativo da almeno cinque mesi, in qualità di market maker in titoli di Stato italiani, su almeno una delle piattaforme iscritte nella Lista;

b) abbia firmato la convenzione con la Banca d'Italia per la partecipazione alle operazioni di collocamento, acquisto e concambio dei titoli di Stato (Banca d'Italia, Divisione Debito Pubblico, Servizio Operazioni di Banca Centrale – via Nazionale, 91 – 00184 Roma) e attesti di conoscere quanto in essa contenuto e di aver predisposto tutto quanto necessario per il corretto utilizzo del sistema;

c) sia in possesso di 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;

d) sia in possesso di un patrimonio netto di vigilanza pari ad almeno 50.000.000 di euro."

Da: art.4 del Decreto Dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 993039 del novembre 2011

<sup>109</sup> Dipartimento del Tesoro. "Gli Specialisti in titoli di Stato"

<sup>110</sup> Dipartimento del Tesoro. "Gli Specialisti in titoli di Stato"

<sup>111</sup> Dipartimento del Tesoro. "Gli Specialisti in titoli di Stato"

<sup>112</sup> Dipartimento del Tesoro. "Gli Specialisti in titoli di Stato"

Il MEF ogni anno elabora la graduatoria degli Specialisti che hanno avuto le migliori *performance*. Esse sono calcolate sulla base di una serie di indicatori quantitativi (“il numero di titoli trattati, il numero di titoli quotati, la quantità totale scambiata, le applicazioni ricevute, lo *spread* denaro-lettera”<sup>113</sup>) e qualitativi (cioè “l’espansione dell’attività di distribuzione rispetto alle aree geografiche e la qualità ed accuratezza della ricerca e le capacità propositive”<sup>114</sup>). Nel 2018 il documento redatto dal MEF segnala che gli Specialisti che hanno avuto le migliori *performance* sono: “JP Morgan Securities PL; Banca IMI S.p.A; UniCredit S.p.A; Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A; Barclays Bank PL”<sup>115</sup>. Oltre ad essi nell’Elenco degli Specialisti è composto presenti anche da “BNP Paribas, BofA Securities Europe S.A., Citigroup Global Markets Ltd, Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, Deutsche Bank A.G., Goldman Sachs Int. Bank, HSBC France, ING Bank Morgan Stanley & Co Int. PLC, NatWest Markets PLC, Nomura Int, Société Générale Inv. Banking”<sup>116</sup>.

Gli Specialisti in titoli di Stato sono in totale 17, tra essi solamente tre sono operatori italiani (Banca IMI S.p.a, UniCredit S.p.A e Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A), mentre gli altri sono francesi, americani, inglesi, tedeschi, olandesi, giapponesi. La provenienza geografica degli Specialisti, non è casuale, bensì è un indicatore dei paesi maggiormente attivi all’interno del mercato dei titoli di Stato italiani, come ben esposto al Cap.1 paragrafo 3.4..

## 7. Considerazioni sull’efficienza mercato primario

Analizzando la composizione e le caratteristiche del mercato primario dei titoli di Stato italiano si comprende come esso presenti una serie di caratteristiche atte a massimizzare l’efficienza del mercato, in modo da garantire un buon collocamento dei titoli di Stato emessi.

L’utilizzo prevalente di aste pubbliche permette la regolarità dei collocamenti, la quale è atta ad aumentare la partecipazione all’asta. Infatti grazie ad essa gli operatori vogliono partecipare alle emissioni hanno tutte le informazioni necessarie riguardo le date, la quantità e la qualità dei titoli emessi. Inoltre, la partecipazione è ulteriormente aumentata dalla modalità di collocamento tramite asta pubblica, la quale è altamente trasparente e completamente automatizzata. Essi sono entrambi

---

<sup>113</sup> Dipartimento del Tesoro. “Gli Specialisti in titoli di Stato”

<sup>114</sup> [http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/specialisti\\_titoli\\_di\\_stato/Gli-Specialisti-in-Titoli-di-Stato.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/debito_pubblico/specialisti_titoli_di_stato/Gli-Specialisti-in-Titoli-di-Stato.pdf)

<sup>115</sup> Dipartimento del Tesoro. “Graduatoria degli Specialisti in Titoli di Stato Anno 2018”

<sup>116</sup> Ibid.

elementi in grado di garantire una maggiore sicurezza, ulteriore trasparenza e rendere ancora più agevole la partecipazione degli operatori, riuscendo ad allargare la platea degli investitori anche a operatori internazionali.

Alla peculiarità delle aste bisogna aggiungere le ‘barriera in ingresso’ posta agli operatori, i quali devono soddisfare una serie di requisiti tecnici ed operativi per ottenere la qualifica di operatori abilitati a partecipare al mercato primario. A ciò bisogna aggiungere e la presenza degli Specialisti in Titoli di Stato. Essi, dovendo rispettare stringenti obblighi posti MEF, garantiscono una partecipazione costante alle sessioni di collocamento dei titoli, una riduzione dei costi per il Tesoro e apportano l’ulteriore beneficio di non ‘allontanare’ l’investitore *retail*, che può partecipare alle sessioni sia indirettamente tramite la propria banca (ma anche direttamente attraverso il MOT per acquistare BTPItalia). Infine, l’utilizzo del sindacato di collocamento si configura come uno strumento ulteriore nelle mani del Tesoro, che gli permette di comprendere le caratteristiche della domanda del mercato e conseguentemente offrire i titoli più domandati dal mercato, riducendo così i rischi del mancato collocamento.

L’effetto combinato di questi elementi crea un mercato trasparente, caratterizzato da una buona efficienza informativa e dalla partecipazione alle sessioni di collocamento sia da parte di operatori nazionali che internazionali. Il tutto gestito da un sistema caratterizzato da un rilevante efficienza tecnica legata all’alto livello tecnologico utilizzato. Tutti elementi che contribuiscono in maniera sostanziale al buon esito delle emissioni di nuovi titoli.

Tuttavia, è doveroso ricordare come la sola efficienza del mercato primario, per quanto importante, non basti da sola a garantire il collocamento a un prezzo vantaggioso (per lo Stato) di tutti i titoli emessi. Infatti, l’efficienza del mercato deve essere contestualizzata all’interno di una serie di altri elementi che influenzano la buona riuscita del collocamento, tra cui spiccano la stabilità economica e politica del paese, la credibilità di quest’ultimo agli occhi degli investitori, il livello di indebitamento, nonché le caratteristiche del mercato secondario. A quest’ultimo elemento è dedicato tutto il capitolo seguente.

### **CAPITOLO III- IL MERCATO SECONDARIO**

#### **1. Introduzione: l’importanza del mercato secondario dei titoli di stato**

Una volta che i titoli di stato emessi sul mercato primario sono acquistati dagli operatori abilitati, essi possono essere rivenduti prima della scadenza sul mercato secondario. Attraverso tale mercato si effettuano tutte le operazioni successive all'emissione dei titoli. La *ratio del* mercato secondario è di rispondere alle esigenze di liquidità degli investitori, garantendogli la possibilità di vendere a prezzo di mercato i titoli posseduti prima della scadenza<sup>117</sup>.

Il mercato secondario riveste un'importanza fondamentale per la stabilità finanziaria del Paese, dato lo stretto rapporto che intercorre tra esso e mercato primario. Per comprendere questa relazione bisogna ragionare sul fatto che il mercato secondario è caratterizzato dal processo di "*price discovery*"<sup>118</sup>, per cui si verifica un aggiornamento continuo dei prezzi causato dall'interazione continua degli operatori in acquisto e in vendita<sup>119</sup>. In questo processo i prezzi dei titoli riflettono le "condizioni [di prezzo] alle quali gli operatori sono propensi a stipulare i contratti di compravendita" di essi<sup>120</sup>.

Il prezzo dei titoli si alza o si abbassa in base ai comportamenti degli operatori, i quali dipendono dal tipo di titolo trattato (la sua modalità di remunerazione, la sua scadenza, etc), ma anche dalla percezione del rischio di investimento da parte degli investitori. Infatti, se gli investitori percepiscono un titolo rischioso il rendimento di questo aumenta cosicché il 'bonus di rendimento' ripaghi l'investitore del rischio assunto. Al contrario se gli investitori percepiscono l'investimento in un determinato titolo come sicuro, il rendimento di quest'ultimo diminuirà, potendo arrivare addirittura ad essere negativo (come ad esempio per i Bund tedeschi). In breve, si crea un processo per cui "i prezzi assorbono a mano a mano le informazioni [riguardo il rischio di investimento sui determinati titoli] e le riflettono sinteticamente all'insieme degli operatori, i quali a loro volta aggiorneranno le loro aspettative iniziali"<sup>121</sup> rivelando in *itinere* il valore dei diversi titoli di Stato.

Il valore percepito dei titoli è fondamentale per la stabilità finanziaria del paese perché non solo influenza i prezzi a cui sono disposti a comprare/vendere i diversi operatori sul mercato secondario, ma anche quelli offerti dagli operatori sul mercato primario in occasione dell'emissioni di nuovi titoli. Per comprendere quest'ultimo passaggio è più conveniente ragionare in termini pratici. Se ad un dato giorno prima di un'asta di BTP (14 agosto) il rendimento di un BTP sul mercato secondario è del 5%. Il giorno seguente (15 agosto) è normale che il tasso di aggiudicazione dell'asta sia intorno al 5 per

---

<sup>117</sup>Dipartimento del Tesoro, "*Come investire in Titoli di Stato.*"

<sup>118</sup> Bernardini, "Il mercato dei titoli di stato."

<sup>119</sup> Bernardini, "Il mercato dei titoli di stato."

<sup>120</sup> Ibid.

<sup>121</sup> Ibid.

cento. Se il rendimento sul mercato primario fosse di molto inferiore a quello sul secondario, un investitore avrebbe maggiori vantaggi ad acquistare quest'ultimo sul mercato secondario. Secondo lo stesso ragionamento il tasso di aggiudicazione non potrebbe essere di molto superiore al 5%, perché in tal caso lo Stato starebbe pagando un prezzo molto maggiore rispetto a quello di mercato<sup>122</sup>. In quest'ottica si comprende l'importanza di mantenere un mercato secondario efficiente per lo Stato, perché solo un mercato efficiente è in grado di attrarre una grande platea di investitori, permettere il buon collocamento delle nuove aste e garantire un *pricing* corretto, con l'effetto di tale di minimizzare i costi legati all'emissione di nuovo debito.<sup>123</sup>

Date queste premesse, si può iniziare l'analisi specifica della struttura e del funzionamento del mercato secondario dei titoli di stato italiano, partendo dalla sua struttura.

## 2. La struttura del mercato secondario dei titoli di Stato

Il mercato secondario dei titoli di Stato ha una struttura complessa, composta da una varietà di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) sia nazionali che internazionali, a cui bisogna aggiungere gli scambi che avvengono nel mercato OTC. I mercati che compongono il mercato secondario sono sia *inter-dealer*, sia *dealer-to-customer*, sia *retali*. Prima di proseguire nell'analisi è necessario definire le caratteristiche dei diversi tipi di mercato che compongono il mercato secondario dei titoli di Stato.

I mercati *inter-dealer* sono mercati in cui possono operare solamente i *dealers*, cioè "intermediari che detengono uno stock di titoli ed operano in proprio, potendo garantire così agli investitori che si rivolgono loro la liquidità di portafoglio"<sup>124</sup>. Essi sono mercati all'ingrosso in quanto i *dealers* si scambiano tra loro *tranche* di titoli per valori di centinaia di milioni di euro. Anche i mercati *dealer-customer* sono mercati all'ingrosso, i quali permettono lo scambio dei titoli tra i *dealers* e gli investitori istituzionali<sup>125</sup>. I mercati all'ingrosso hanno un ruolo preminente all'interno del mercato in quanto costituiscono il luogo in cui, attraverso la compravendita dei diversi titoli, si determinano i prezzi dei titoli e si fissano le quotazioni utilizzate come punto di riferimento per le vendite al dettaglio che avvengono attraverso i mercati *retail*<sup>126</sup>. Quest'ultimi sono mercati in cui

---

<sup>122</sup> Marattin, L., "Chi specula sullo spread."

<sup>123</sup> Bernardini, "Il mercato dei titoli di stato."

<sup>124</sup> Di Gaspare, "Introduzione allo studio dei mercati mobiliari", 37.

<sup>125</sup> "Mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro."

<sup>126</sup> Di Gaspare, G. "La fabbrica dei derivati," 12.

sono presenti sia investitori individuali, che investitori professionali e sono caratterizzati da una grande quantità di negoziazioni, ma ad importo contenuto<sup>127</sup>.

Infine, gli MTS sono piattaforme di negoziazione di titoli che sono già presenti sul mercato. Esse sono gestite da privati e permettono lo scambio di titoli che sono quotate nei mercati regolamentati, da cui si differenziano per essere sottoposti a regole e obblighi diversi e meno stringenti<sup>128</sup>.

L'insieme dei diversi mercati sia all'ingrosso che *retail* che compongono il mercato secondario dei titoli di Stato è riassunto dallo schema seguente, stilato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (Fig.5).<sup>129</sup>

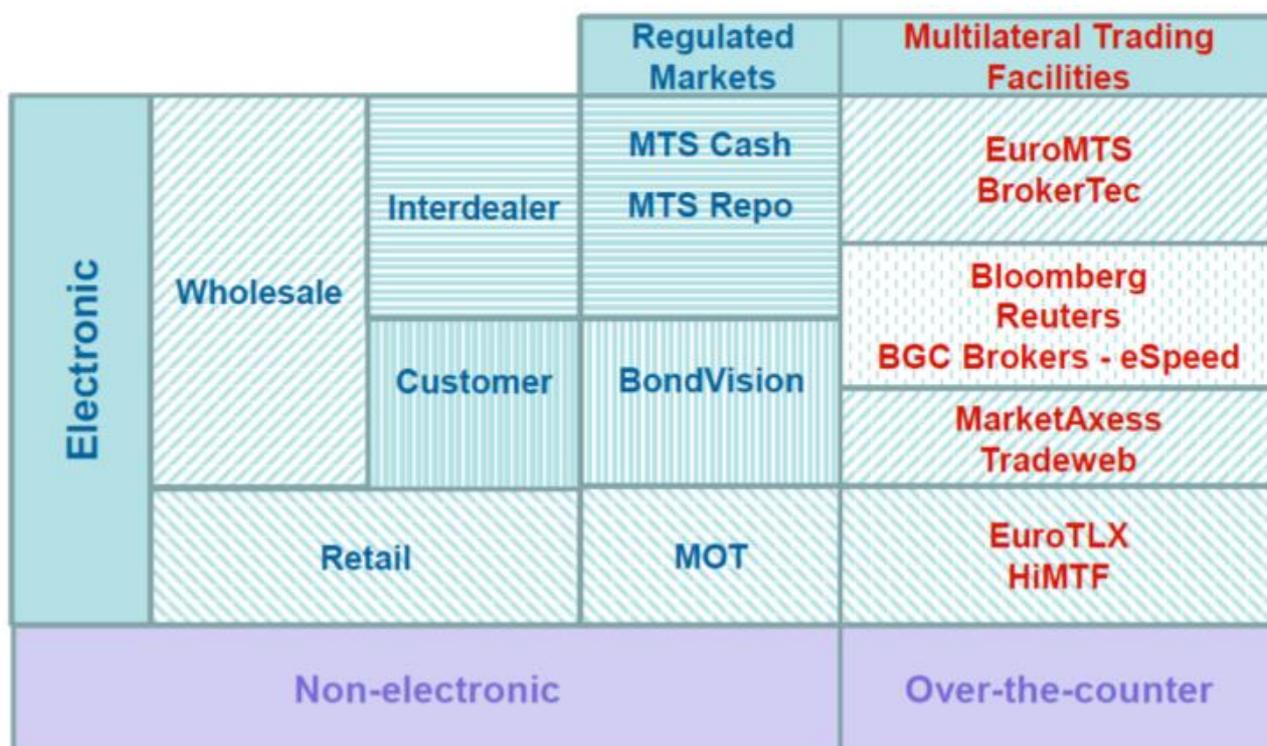


Figura 5 'Struttura del mercato secondario dei titoli di stato' pubblicato dal MEF<sup>130</sup>

Nel 'gruppo' dei mercati regolamentati sono presenti i due mercati *interdealer* MTS Cash e MTS Repo, il mercato *dealer-to-customer* BondVision e il MOT (Mercato obbligazionario telematico) di Borsa Italiana S.p.a. che rappresenta l'unico mercato *retail* regolamentato.

Il 'gruppo' delle piattaforme di negoziazione multilaterale (MTF) è più numeroso ed è composto dai MTF *interdealer* EuroMTS e BrokerTec, quelli *dealer-to-customer* MarketAcess e Tradeweb;

<sup>127</sup> "Mercato Retail."

<sup>128</sup> "MTF"

<sup>129</sup> Dipartimento del Tesoro. "The secondary market for Italian government securities."

<sup>130</sup> Dipartimento del Tesoro. "The secondary market for Italian government securities."

dagli MTF sia interdealer che dealer-to-customer Bloomberg, Reuters e BGC Brokers e, infine, dagli MTF *retail* EuroTLX e HiMTF.

Il grafico seguente, invece, illustra il ‘percorso’ fatto dai titoli di Stato dall’emissione alla vendita *retail* (Fig.6). Dopo il collocamento sul mercato primario gli operatori abilitati che vi hanno partecipato negoziano all’ingrosso i titoli tra di loro e con altri dealers attraverso le piattaforme *inter-dealer*. I titoli possono essere acquistati dagli investitori istituzionali possono accedere al mercato all’ingrosso attraverso le piattaforme *dealer-to-customer*<sup>131</sup>; mentre finiscono nei portafoglio degli investitori individuali solamente attraverso alle piattaforme *retail* (come ad esempio il MOT).

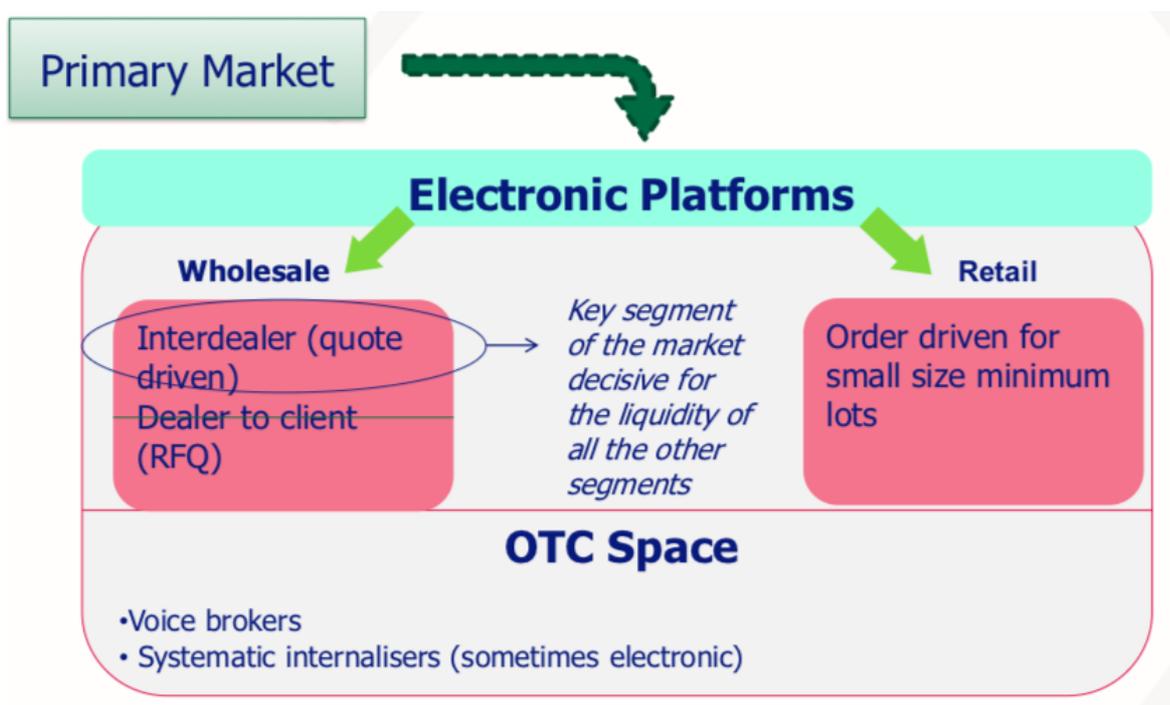


Figura 6 ‘Il percorso dei titoli di Stato sul mercato secondario’ pubblicato dal MEF<sup>132</sup>

## 2.1 Opacità del Mercato Secondario

Il numero delle diverse piattaforme (sia mercati regolamentati, che MTF) che compongono il mercato è molto alto. Tuttavia, nel corso dello studio è stato riscontrato il problema che soltanto le piattaforme regolamentate (cioè MTS, BondVision, MOT) e il sistema di negoziazione multilaterale EuroTLX pubblicano le informazioni necessarie all’analisi. Tutte e altre piattaforme di negoziazione dei titoli di stato non mettono a disposizione al pubblico dati sulla tipologia di titoli trattati, i volumi scambiati,

<sup>131</sup> Dipartimento del Tesoro. “The secondary market for Italian government securities.”

<sup>132</sup> Dipartimento del Tesoro. “The secondary market for Italian government securities.”

il funzionamento delle piattaforme e gli operatori che agiscono su esse. La mancanza di queste informazioni costituisce un importante elemento di opacità del mercato, che non permette di comprendere a pieno la struttura del sistema. Inoltre, questa opacità diviene ancora più significativa in considerazione al fatto che la maggioranza delle piattaforme in questione sono piattaforme all'ingrosso, capaci di influenzare direttamente le quotazioni dei titoli di stato sul mercato secondario e, conseguentemente, anche il prezzo che lo Stato deve pagare per emettere nuovi titoli.

In aggiunta, è impossibile sapere quali siano le società che 'pesano' maggiormente all'interno del mercato, rendendo irrealizzabile la ricostruzione della presenza o meno di attori in grado influenzare (o manipolare) direttamente il rendimento dei titoli di Stato italiani. Infine, l'opacità non permette di conoscere i volumi di scambio dei titoli e di conseguenza le vere tendenze del mercato, un elemento che danneggia l'attività di vigilanza delle *authority*<sup>133</sup>.

Data questa forte opacità del mercato secondario è stato necessario 'restringere' il campo dell'analisi a quelle piattaforme su cui è stato possibile reperire le informazioni, cioè il Mercato Obbligazionario Telematico (MOT) e Euro TLX per quanto riguarda le piattaforme *retail*; nonché tutte le piattaforme riconducibili al Mercato Secondario Telematico dei Titoli di Stato (MTS Cash, MTS Repo, EuroMTS, MTS BondVision) per quanto riguarda la vendita all'ingrosso. Tale limitazione influisce negativamente sul grado di completezza dell'analisi proposta, tuttavia l'incompletezza viene qualche mitigata dal fatto che le piattaforme di cui è stato possibile reperire informazioni ospitano la stragrande maggioranza delle negoziazioni dei titoli di stato italiani, coprendo circa il 70-80% del market share<sup>134</sup>.

### 3. Il Mercato Obbligazionario Telematico (MOT)

Il Mercato Obbligazionario Telematico (MOT) è un mercato obbligazionario regolamentato *order-driven* per la negoziazione di titoli al dettaglio (*retail*) gestito da Borsa Italiana S.p.a.. Esso nasce nel 1994 con il duplice scopo di favorire l'accesso al mercato delle obbligazioni all'investitore *retail*<sup>135</sup>; e di offrire un "sistema di negoziazione elettronico e completamente automatizzato dalla fase di inserimento della proposta di negoziazione sino alla liquidazione del contratto eseguito"<sup>136</sup>.

---

<sup>133</sup> Longo, M. "Il problema dei mercati è l'opacità «fuori-Borsa»"

<sup>134</sup> Cellino, M. "Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTp"

<sup>135</sup> "Formazione: Il MOT."

<sup>136</sup> "Formazione: Il MOT."

Il mercato ha un modello *order-driven*, il che significa il prezzo dei diversi prodotti negoziati è frutto delle proposte di acquisto e vendita che i partecipanti inseriscono nel *order book* del MOT<sup>137</sup>. L'importo minimo negoziabile alle aste è di mille euro<sup>138</sup> e vi possono partecipare sia gli operatori professionali, che agli investitori individuali attraverso le loro rispettive banche oppure *online*. Il mercato utilizza la piattaforma di negoziazione Millenium Exchange, la quale è l'infrastruttura tecnologica utilizzata da London Stock Exchange<sup>139</sup>. Infatti, il MOT è gestito da Borsa Italiana S.p.a. la quale è parte della holding London Stock Exchange Group (LSEG), la quale è la società che gestisce anche la borsa londinese.

Il MOT, essendo regolamentato, è caratterizzato da un elevato grado di trasparenza tale per cui gli investitori hanno a disposizione tutte le informazioni relative all'andamento delle negoziazioni: “prezzi e quantità proposte in acquisto e in vendita; prezzo e quantità dell'ultimo contratto concluso”<sup>140</sup>; prospetti di quotazioni e regolamenti dei prestiti obbligazionari, schede dei diversi prodotti finanziari negoziati e statistiche giornaliere e mensili<sup>141</sup>. Il regolamento del MOT viene stilato dal consiglio di amministrazione di Borsa Italiana e deve essere approvato dalla Consob<sup>142</sup>.

Il MOT, nonostante sia un mercato secondario, opera anche da mercato primario per l'emissione dei Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione italiana (BTP Italia) attraverso il meccanismo di emissione diretta descritto nel Cap. II paragrafo 5.

### 3.1 Struttura

Il MOT è diviso in due segmenti (Fig.6):

- DomesticMOT, sul quale è possibile negoziare titoli di stato italiani e altri titoli di debito sia in euro che in valute estere<sup>143</sup>;
- EuroMOT, su cui sono negoziati principalmente titoli di stato esteri (specificamente titoli governativi tedeschi, francesi, spagnoli, greci, austriaci e svedesi)<sup>144</sup>.

---

<sup>137</sup> “Formazione: Il MOT.”

<sup>138</sup> Dipartimento del Tesoro. “Come investire in Titoli di Stato.”

<sup>139</sup> [https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot_pdf.htm)

<sup>140</sup> Dipartimento del Tesoro. “Come investire in Titoli di Stato.”

<sup>141</sup> [https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot_pdf.htm)

<sup>142</sup> Dipartimento del Tesoro, “Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A”.

<sup>143</sup> [https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/obbligazioni/brochuremotedextramot_pdf.htm)

<sup>144</sup> “Formazione: Il MOT.”

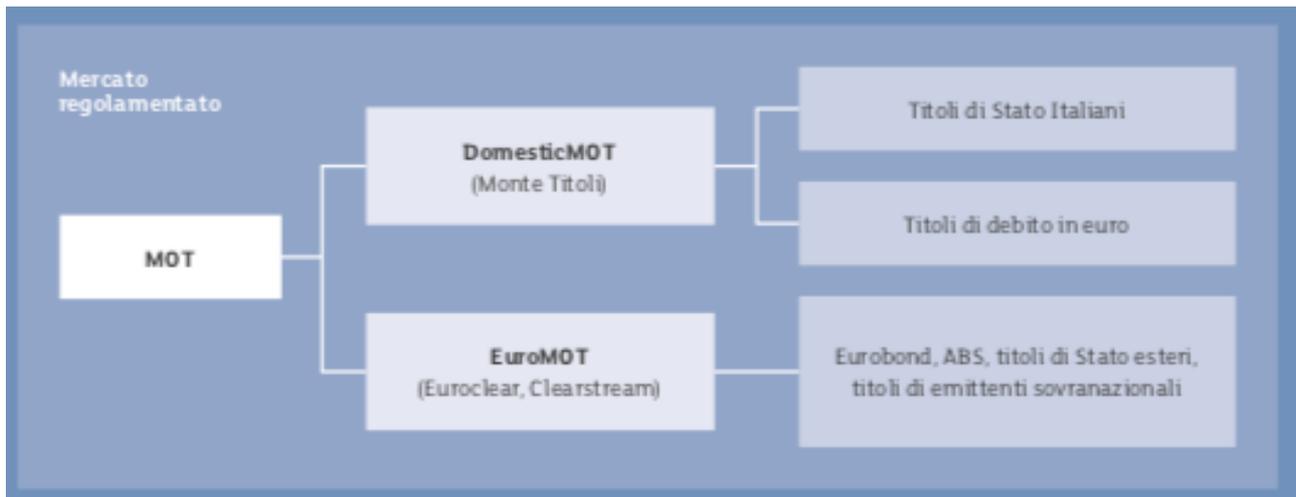


Figura 6 'La struttura del MOT' pubblicato da Borsa Italiana<sup>145</sup>

Essi si differenziano per la piattaforma di liquidazione utilizzata. Il primo utilizza esclusivamente la piattaforma Monte Titoli S.p.a<sup>146</sup>; mentre il secondo può utilizzare anche le piattaforme Euroclear e ClearStream Banking Luxemburg<sup>147 148</sup>. Inoltre, per DomesticMOT e per i titoli in euro negoziati di EuroMOT è previsto il servizio di compensazione e garanzia da parte di Cassa Compensazione&Garanzia<sup>149</sup>.

### 3.2 Modalità di negoziazione

Operativamente le negoziazioni avvengono in due fasi. La prima è la fase d'asta (dalle 8 alle 9 del mattino), durante la quale “gli ordini di acquisto e vendita degli operatori [...] determinano il prezzo d'asta, ossia il prezzo al quale è negoziabile il maggior numero di contratti”<sup>150</sup>.

La seconda fase è quella della negoziazione permanente, dura dalla dalle 9 alle 17.30 ed è caratterizzata dal fatto che gli ordini sono soddisfatti “mediante abbinamento automatico delle proposte in acquisto e in vendita ordinate in base al criterio prezzo/tempo”<sup>151</sup>. Gli operatori hanno la possibilità di inserire proposte con limite di prezzo oppure senza limite di prezzo<sup>152</sup>.

Per ogni seduta e per ogni tipologia di titolo negoziato Borsa d'Italia pubblica il prezzo ufficiale (cioè il “prezzo medio ponderato dell'intera quantità dello strumento medesimo negoziata nel mercato

<sup>145</sup> “Brochure MOT ed ExtraMOT”

<sup>146</sup> “Formazione: Il MOT.”

<sup>147</sup> “Formazione: Il MOT.”

<sup>148</sup> “Brochure MOT ed ExtraMOT”

<sup>149</sup> “Brochure MOT ed ExtraMOT”

<sup>150</sup> “Glossario Fianziario: MOT.”

<sup>151</sup> “Formazione: Il MOT.”

<sup>152</sup> “Formazione: Il MOT.”

durante la seduta”<sup>153</sup>) e il prezzo di riferimento (che è “pari alla media ponderata dei contratti conclusi nell’ultima ora della fase di negoziazione continua”<sup>154</sup>).

### 3.3 Operatori e Specialisti

“Sono autorizzati alle negoziazioni sul MOT le banche, le SIM (società di intermediazione mobiliare) e gli agenti di cambio autorizzati alla negoziazione per conto terzi”<sup>155</sup>. Inoltre, è prevista la presenza di due particolari figure che hanno lo scopo di aumentare la liquidità del mercato: gli operatori specialisti e gli specialisti in acquisto. Il regolamento prevede che gli operatori ammessi alla negoziazione possano diventare specialisti soddisfacendo una serie di obblighi:

- obbligo di spread: obbligo di “differenziale massimo tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita”<sup>156</sup>,
- obbligo di quantità: obbligo minimo di titoli negoziati su base giornaliera e l’obbligo di quantitativo minimo per ogni proposta (sia di vendita che di acquisto)<sup>157</sup>;
- obbligo di durata: durata minima del mantenimento dello status di specialista,<sup>158</sup>

Specificamente la figura dello ‘specialista in acquisto’ ha lo scopo di facilitare il disinvestimento dei titoli svolgendo “un’attività di esposizione continuativa dei prezzi solo in acquisto per quantitativi minimi”<sup>159</sup>. Essi, in virtù del loro status, hanno il dovere di rispettare soltanto gli obblighi di quantità<sup>160</sup>.

Attualmente, l’elenco degli specialisti e degli specialisti in acquisto attivi nel MOT è composto da Equitalia SIM S.p.a., Mediobanca S.p.a. BNP Paribas S.A., Istituto Centrale delle Banche Popolari

---

<sup>153</sup> “Formazione: Il MOT.”

<sup>154</sup> “Formazione: Il MOT.”

<sup>155</sup> “Mercato telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato.”

<sup>156</sup> “Brochure MOT ed ExtraMOT”

<sup>157</sup> “Specialisti E Specialisti In Acquisto Su Mot Ed Extramot.”

<sup>158</sup> “Brochure MOT ed ExtraMOT”

<sup>159</sup> “Specialisti E Specialisti In Acquisto Su Mot Ed Extramot.”

<sup>160</sup> “Specialisti E Specialisti In Acquisto Su Mot Ed Extramot.”

Italiane S.p.a., Banca Finnat S.p.a.<sup>161</sup>. Mentre gli operatori autorizzati a partecipare alle negoziazioni sono 46 (elenco completo in nota a piè pagina<sup>162</sup>)<sup>163</sup>. La maggioranza degli operatori presenti nella lista sono italiani, il che è un elemento che conferma dimensione domestica del mercato. Tuttavia, non mancano le banche internazionali, le quali sono per la maggior parte comunitarie. Tra cui le più numerose sono quelle francesi (il motivo è spiegato nel Cap.1 par. 3.4), seguite da quelle inglesi e americane.

### 3.4 Dati

Osservando i dati rilasciati da Borsa Italiana e Banca D'Italia riguardo le quantità di transazioni sul MOT è facile notare come i titoli di stato italiani siano i prodotti finanziari protagonisti di tale mercato. Analizzando i dati di Banca D'Italia per il 2018 si evince che sul MOT sono state eseguite transazioni in titoli di Stato italiani per un totale di 146.023 milioni di euro, di cui in massima parte in BTP (124.264 milioni)<sup>164</sup>. Secondo gli ultimi dati rilasciati da Borsa Italiana S.p.a. nel corso dell'anno 2018 sono stati scambiati 156.267,6 milioni di euro in titoli di stato italiani (pari al 91,9% del valore totale degli scambi avvenuti su tutti i mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana) attraverso 2.853.589 scambi (pari al 77,93% degli scambi totali)<sup>165</sup>.

I dati più recenti sul 2019 confermano 'l'egemonia' dei titoli di Stato italiani. Da gennaio ad aprile ben 936.704 transazioni hanno riguardato titoli di stato italiani (cioè il 75,94% del totale delle transazioni avvenute nei mercati obbligazionari) per un *turnover* di 47.877,4 milioni di euro che equivale al 90,94% del totale. I titoli di Stato italiani quotati sul mercato sono in totale 131, tra essi la tipologia di titolo più scambiato sono i BTP sia per il 2018 che nell'inizio 2019<sup>166</sup>.

---

<sup>161</sup>“Specialisti E Specialisti In Acquisto Su Mot Ed Extramot.”

<sup>162</sup> La seguente è la lista di tutti gli operatori che operano in titoli di stato sul mercato MOT: Aletti & C. Banca D'investimento Mobiliare S.P.A.; Banca Akros S.P.A.; Banca Finnat Euramerica S.P.A.; Banca Generali S.P.A.; Banca Imi S.P.A.; Banca Intermobiliare Di Investimenti E Gestioni S.P.A.; Banca Popolare Dell'emilia Romagna Soc. Coop.; Banca Promos S.P.A.; Banca Sella Holding S.P.A.; Banca Sime S.P.A.; Barclays Bank Plc; Bnp Paribas Arbitrage Snc; Bnp Paribas Sa; Credit Agricole Corporate And Investment Bank; Credito Emiliano S.P.A. – Credem; Deutsche Bank Ag; Directa Sim S.P.A.; Equita Sim S.P.A.; Ersel Sim S.P.A.; FincoBank S.P.A.; Finsud Sim S.P.A.; Flow Traders Bv; Gruppo Banca Leonardo S.P.A.; Iccrea Banca S.P.A. - Istituto Centrale Del Credito Cooperativo; Ing Bank N.V.; Interactive Brokers (U.K.) Ltd.; Intermonte Sim S.P.A.; Intesa Sanpaolo S.P.A.; Invest Banca S.P.A.; Nexi S.P.A.; Iw Bank S.P.A.; J.P. Morgan Securities Plc; Jefferies International Limited; Mediobanca S.P.A.; Method Investments & Advisory Ltd; Morgan Stanley & Co. International Plc; Mps Capital Services Banca Per Le Imprese S.P.A.; Optiver V.O.F.; Societe Generale S.A.; Sun Trading International Ltd; Ubs (Italia) S.P.A.; Unicredit Bank Ag; Unicredit Bank Ag - Milan Branch; Unicredit S.P.A.; Unione Di Banche Italiane S.C.P.A..

<sup>163</sup> “Mot E Extramot - Operatori Aderenti Al Mercato.”

<sup>164</sup> Banca D'Italia. “Pubblicazione Mercato finanziario”.

<sup>165</sup> Borsa Italiana. “Statistiche Mercati Fixed Income 2018.”

<sup>166</sup> Borsa Italiana. “Statistiche Mercati Fixed Income 2019”

## 4. EuroTLX

La seconda piattaforma *retail* protagonista del mercato secondario dei titoli di Stato italiani è l'MTF EuroTLX gestito dalla società EuroTLX SIM S.p.A. Anch'esso, come il MOT, ha una struttura *order-driven*, la quale viene utilizzata perché è maggiormente adatta ad attirare i 'piccoli' investitori<sup>167</sup>. EuroTLX in quanto MTF è soggetto ad autoregolamentazione, mentre l'onere di vigilanza è affidato a Consob e Banca d'Italia<sup>168</sup>.

### 4.1 Storia e Struttura

EuroTLX viene lanciato dal gruppo Unicredit nel 2000 come SSO (Sistema di Scambi Organizzati) e mantiene una dimensione nazionale diventando negli anni la seconda piattaforma di negoziazione di titoli di stato Italiani, tanto da fare concorrenza al MOT. Nel corso degli anni la piattaforma cresce espandendosi anche sul mercato europeo, tanto da attrarre operatori specialisti (il primo fu Morgan Stanley 2009) e *market makers* internazionali. Fino al 2009 il mercato era diviso in due: il mercato regolamentato TLX e l'MTF EuroTLX<sup>169</sup>. Dall'anno seguente, per effetto della direttiva MiFID, "tutti gli strumenti finanziari sono confluiti su EuroTLX, e la società TLX S.p.A. è diventata EuroTLX SIM S.p.A."<sup>170</sup>. Nel 2013 EuroTLX SIM S.p.a. entra a far parte del London Stock Exchange Group attraverso l'acquisto del 70% delle sue azioni da parte di Borsa Italiana, mentre il restante 30% è diviso tra Banca IMI (15%) e Unicredit (15%), i quali erano i precedenti possessori della società. Contestualmente alla presa da parte di Borsa Italiana, la piattaforma EuroTLX si sposta sulla infrastruttura informativa MillenniumIT del LSEG<sup>171</sup> locando i sistemi di negoziazione presso i server di Borsa Italiana a Milano<sup>172</sup>.

### 4.2 Funzionamento e Operatori

Come anticipato precedentemente EuroTLX è un MTF *retail* con una struttura *order-driven*. Il mercato ha le caratteristiche di garantire almeno (almeno) un *liquid provider* per ogni titolo negoziato, il quale ha il compito di offrire costantemente una quantità minima sia in vendita che in acquisto dei

---

<sup>167</sup> "Chi siamo"

<sup>168</sup> "La vigilanza sui mercati".

<sup>169</sup> "Chi siamo"

<sup>170</sup> "Chi siamo"

<sup>171</sup> "Chi siamo"

<sup>172</sup> "Tecnologia"

titoli a lui assegnati<sup>173</sup>. Il funzionamento è molto simile al MOT: c'è un *order book* attraverso cui si incontrano le offerte di acquisto e vendita dei diversi operatori al mercato, con ordini che possono essere con o senza limite di prezzo<sup>174</sup>. Inoltre, il mercato ha una funzionalità *Request For Quote* (RFQ) che serve da segmento *dealer-to-dealer*, permettendo agli operatori di fare grandi ordini di acquisto/vendita (almeno 700.000 euro) ai *market maker*<sup>175</sup>.

Sul mercato sono negoziati titoli di Stato italiani, titoli di altri paesi e altri prodotti finanziari.

In totale vi operano 40 operatori<sup>176177</sup> che possono avere in diversi ruoli:

- i *market maker A*, che devono essere *liquid provider* per almeno 250 titoli;
- i *market maker B*, i quali devono essere *liquid provider* per almeno 30 titoli;
- gli Specialisti, i quali possono svolgere il ruolo di *liquid provider* per i propri titoli oppure essere emittenti di titoli;
- infine, ci sono i *broker*, i quali possono agire solo per conto degli investitori e mai per conto proprio<sup>178</sup>.

#### 4.3 Dati

Secondo i dati più recenti rilasciati dalla società in EuroTLX sono quotati 130 titoli di Stato italiani su un totale di 360 titoli di stato quotati sul mercato<sup>179</sup>. Essi appartengono a tutte le tipologie di titoli domestici (BOT, BTP, BTP indicizzati, CTZ e CCT) ad esclusione dei BTP Italia.<sup>180</sup>

Per il trimestre gennaio-aprile 2019 sul mercato sono avvenute 32.159 scambi di titoli di Stato italiani su un totale di 352.638 scambi (che equivale al 9,11% dei totali degli scambi), per un valore

---

<sup>173</sup> “Chi siamo”

<sup>174</sup> EuroTLX. “Market structure and strategic developments.”

<sup>175</sup> Ibid.

<sup>176</sup> Banca Akros S.p.A.; Banca Generali S.p.A.; Banca IMI S.p.A.; Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A.; Banca Leonardo S.p.A.; Banca Popolare dell'Emilia Romagna; Banca Sella Holding S.p.A.; Banca Simetica S.p.A.; Banco Desio e della Brianza S.p.A.; BNP Paribas S.A.; Credem S.p.A.; Crédit Agricole Corporate and Investment Bank; Credit Suisse Securities; Deutsche Bank AG; Directa S.I.M.p.A.; Equita SIM S.p.A. Exane Derivatives S.N.C.; FinecoBank S.p.A.; HSBC Bank plc; Iccrea Banca S.p.A.; Intermonte SIM S.p.A.; Invest Banca S.p.A.; IW Bank S.p.A.; Jefferies International Limited; J.P. Morgan Securities plc; Mediobanca S.p.A.; Method Investment & Advisory Limited; Morgan Stanley & Co. International plc; MPS Capital Services S.p.A.; NatWest Markets Plc; Société Générale S.A.; Tradegate AG Wertpapierhandelsbank, UBI Banca S.c.p.A.; UBS Europe SE; Unicredit S.p.A.

<sup>177</sup> “Aderenti a EuroTLX”.

<sup>178</sup> EuroTLX. “Market structure and strategic developments.”

<sup>179</sup> EuroTLX. “Market Statistics.”

<sup>180</sup> “Euro TLX Strumenti.”

di 2.036,2 milioni di euro (cioè il 19% del valore degli scambi totali)<sup>181</sup>. Questi dati evidenziano un flusso di scambi molto più modesti rispetto a quelli avvenuti nel MOT.

#### 4.4 Considerazioni sul segmento al dettaglio del mercato secondario

La prima parte del capitolo dedicata era dedicata ai mercati *retail* ed ha permesso di ricostruire la struttura e il funzionamento e la struttura di tale segmento. Esso composta del mercato dalla presenza di due mercati al dettaglio *order-driven*. Uno di essi è regolamentato (MOT) e uno è un MTF (Euro-TLX). Essi sono caratterizzati dalla forte presenza di operatori internazionali, da dei buoni volumi di scambi (soprattutto nel MOT), da un alto grado di automatizzazione e utilizzo della tecnologia. Inoltre, entrambi prevedono la figura di una serie di operatori (i c.d. specialisti) funzionali al mantenimento di un mercato il più liquido possibile.

La seconda parte del capitolo è dedicata all'analisi del segmento all'ingrosso del mercato secondario.

## 5. Il gruppo MTS S.p.a.

Il Mercato Telematico Secondario (MTS) di MTS S.p.a., è il più grande mercato regolamentato europeo per la negoziazione all'ingrosso di titoli di stato. Esso è completamente automatizzato e gestisce non solo il mercato dei titoli italiani, ma anche quello altri 19 debiti pubblici<sup>182</sup>.

Il mercato si conforma come una serie di piattaforme *inter-dealer* (che sono MTS Cash, MTS Repo) e *dealer-to-customer* (che è MTS BondVision) gestite da società locate in diversi stati europei, facenti capo alla società di diritto italiano MTS S.p.a.<sup>183</sup>. Tali società gestiscono diverse piattaforme di negoziazione che, appoggiandosi su un'unica piattaforma telematica (MilleniumIT), creano un network di mercati che vanno a comporre un unico grande mercato pan-europeo su cui operatori nazionali, europei ed extra-europei negoziano titoli di stato e altri prodotti finanziari.

MTS è il primo mercato telematico europeo ed è caratterizzato da un alto grado di automazione e tecnologia. Esso, unito alla grande quantità di titoli negoziati sulle sue piattaforme, gli ha permesso di attrarre una grande quantità di operatori, diventando la piattaforma di riferimento pan-europea di contrattazione di titoli di stato e altre obbligazioni<sup>184</sup>. MTS (oltre che la negoziazione di titoli pubblici,

---

<sup>181</sup> EuroTLX. "Market Statistics."

<sup>182</sup> Borsa Italiana. "Review dei Mercati 2018," 14.

<sup>183</sup> <https://www.mtsmarkets.com/about-us>

<sup>184</sup> MTS, "Discover MTS Cash"

privati e sovranazionali) offre anche una serie di servizi *pre e post-trading*. Per il mercato dei titoli di Stato italiani essi sono svolti dalla società di liquidazione Monte Titoli S.p.a., la quale “svolge attività di *pre-settlement, settlement e custody*”<sup>185</sup>; mentre la funzione di controparte centrale è svolta da Cassa di Compensazione e Garanzia<sup>186</sup>.

### 5.1 Storia

MTS viene fondato nel 1988 dal Tesoro e da Banca d'Italia e rappresentava all'epoca il primo mercato obbligazionario elettronico europeo. Nel 1997 viene privatizzato come MTS S.p.a, ed inizia il processo di espansione verso i mercati obbligazionari europei, implementato attraverso la creazione dei MTS Repo e di EuroMTS ( che al tempo era la prima piattaforma pan-europea per la negoziazione di titoli di Stato *benchmark*). Nel 2001 viene lanciato MTS BondVision, come primo mercato *dealer-to-customer* della società. Nel 2006 Borsa Italiana S.p.a e Euronext acquistano la maggioranza delle azioni, il che ha portato all'entrata di MTS nel London Stock Exchange Group a seguito del processo di incorporazione di Borsa Italia in LSE. A partire dall'entrata di MTS nel gruppo il processo di espansione subisce un'ulteriore accelerata spinto da una costante innovazione tecnologica, che portò alla creazione di un mercato obbligazionario esteso in 18 paesi (tutti europei con l'aggiunta degli USA)<sup>187</sup>. Nel tempo il processo di espansione continua con la nascita di una serie di nuove piattaforme (MTS Swap, MTS BondPro) e il miglioramento di quelle esistenti.

Al giorno d'oggi MTS S.p.A. costituisce il più grande mercato inter-dealer per la negoziazione di titoli di Stato, con oltre 500 operatori attivi e 100 miliardi di euro di scambi giornalieri<sup>188</sup>. Esso è tanto esteso che, nonostante i dati ufficiali non siano pubblicati dal gruppo LSE, alcuni studi affermano che “attraverso Mts passerebbero addirittura il 70-80% degli scambi sui titoli di Stato italiani effettuati sui mercati secondari regolamentari”<sup>189</sup>.

---

<sup>185</sup> “Monte titoli, chi siamo”.

<sup>186</sup> “Cassa Compensazione e Garanzia”

<sup>187</sup> “Company Timeline”.

<sup>188</sup> “About us”

<sup>189</sup> Cellino, “Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTp”.

## 5.2 Operatori

In MTS operano oltre 500 operatori specializzati<sup>190</sup>. La partecipazione al mercato è normata dall'art.5 del 'Regolamento per il Mercato Regolamentato all'Ingrosso (Cash e Repo) dei Titoli di Stato'<sup>191</sup>, secondo cui possono partecipare al mercato soltanto:

- "banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie;
- imprese d'investimento italiane, comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio del servizio e altre imprese d'investimento che abbiano lo status di Operatore Principale autorizzato;
- altri soggetti e istituti che hanno lo status di Operatore Principale autorizzato in Italia;
- il Ministero dell'Economia e delle Finanze e la Banca d'Italia;
- le autorità monetarie, le banche centrali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, altri enti che svolgono funzioni analoghe in Stati dell'Unione Europea, o extracomunitari e la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A."<sup>192</sup>;

Per MTS Repo la platea degli operatori si allarga ai sensi dell'art. 30, il quale: "società autorizzate a esercitare la gestione collettiva del risparmio; le imprese di assicurazione autorizzate all'esercizio dell'attività assicurativa; Controparti Centrali autorizzate; istituti bancari multilaterali di sviluppo aventi tra i partecipanti uno o più paesi membri dell'Unione Europea; società per azioni e le relative società estere"<sup>193</sup>. Inoltre, per diventare operatori gli intermediari devono soddisfare una serie di vincoli tra cui "aderire ai servizi di liquidazione e di CCP indicati da MTS; avere una struttura adeguata; avere un capitale di almeno 10 milioni di euro; e aver raggiunto un livello di operatività in strumenti finanziari di almeno 10 milioni negli ultimi 12 mesi"<sup>194</sup>.

Le posizioni a cui possono accedere gli operatori sono quella di *price taker* (cioè, un "partecipante nel Segmento Cash, autorizzato da MTS a partecipare alle negoziazioni sul mercato"<sup>195</sup>) e *market maker* (cioè "un operatore iscritto nell'Elenco dei Market Maker tenuto da MTS che può negoziare sul mercato ed è soggetto a Market Making Commitments"<sup>196</sup>). Quest'ultimo è soggetto ad obblighi più stringenti in termini di strutture adeguate, di capitale sociale (che deve essere di almeno 50 milioni) e livello di operatività in prodotti finanziari (che deve essere di almeno 20 miliardi all'anno)<sup>197</sup>.

---

<sup>190</sup> "About us"

<sup>191</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art.5.

<sup>192</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art.5.

<sup>193</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art.30

<sup>194</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art.5.3

<sup>195</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art. 1

<sup>196</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art. 1

<sup>197</sup> MTS. "Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato." Art. 20

Inoltre, deve operare secondo i *Market Making Commitments*, che impongono ad ogni market maker di “inserire sul Mercato, in via continuativa, negli orari di negoziazione e secondo le modalità stabilite da MTS, proposte di acquisto e di vendita [proposte *double-sided*] in ordine agli strumenti finanziari che verranno assegnati a ciascun Market Maker da MTS”<sup>198</sup>. Attività che deve essere svolta rispettando le condizioni poste dall’art.10 delle ‘Istruzioni per Mercato Regolamentato all’Ingresso (Cash e Repo) dei Titoli di Stato’ in termini di quantità proposta, durata delle proposte e differenziale *bid-ask*<sup>199</sup>. La *ratio* della figura dei *market makers* è fornire liquidità al sistema e garantire la continuità delle negoziazioni, rendendo il mercato più efficiente.

### 5.3 Proprietà

La società appartiene per il 62,53%<sup>200</sup> a Borsa Italia Spa, attraverso cui fa parte della holding London Stock Exchange Group. Il resto delle azioni è posseduto da una serie di intermediari sia italiani che internazionali. Dalle informazioni pubblicate da MTS i maggiori azionisti sono: JP Morgan, Barclays Capital, Deutsche Bank, Societe Generale, Intesa San Paolo, Citigroup.<sup>201</sup> Mentre la restante parte dell’azionariato è composto da Banca di Credito Cooperativo di Roma S.c.a.r.l., BancaMediolanum S.p.A., Banca Popolare di Bari S.c.a.r.l., Banca Popolare di Sondrio S.c.a.r.l., Banca Sella Holding S.p.A. , BNP PARIBAS, Borsa Italiana S.p.A., Cassa di Risparmio di Cesena S.p.A. Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A., Commerzbank AG, Credit Agricole Corporate and Investment Bank Credit Suisse, HSBC France S.A., Merrill Lynch International Bank Limited, NATIXIS S.A, UBS AG<sup>202</sup>.

### 5.4 Struttura della Società

Come anticipato nel paragrafo precedente il gruppo MTS fa parte della holding London Stock Exchange Group (LSEG) per mezzo di Borsa Italiana S.pa.<sup>203</sup>. Al vertice del gruppo MTS è posta la società di diritto italiano MTS S.p.a., la quale possiede il 100% delle altre società appartenenti al gruppo: MTS France S.A.S, Euro MTS Itd e MTS Markets Internationl Inc<sup>204</sup>. Data la natura

---

<sup>198</sup> MTS. “Regolamento del Mercato Regolamentato All’ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato.” Art. 21

<sup>199</sup> MTS. “Istruzioni per Mercato Regolamentato all’Ingresso (Cash e Repo) dei Titoli di Stato.” Art. 10

<sup>200</sup> “MTS Corporate Structure”

<sup>201</sup> “MTS Corporate Information”

<sup>202</sup> MTS. “Factsheet: MTS Shareholders”

<sup>203</sup> “MTS Corporate Structure

<sup>204</sup> “MTS Corporate Structure”

transazionale del gruppo MTS, le singole società-mercato che ne fanno parte sono regolate da diverse autorità, nell’ambito di giurisdizioni nazionali diverse<sup>205 206</sup>.

La struttura aziendale è riassunta dal grafico seguente (Fig.7).

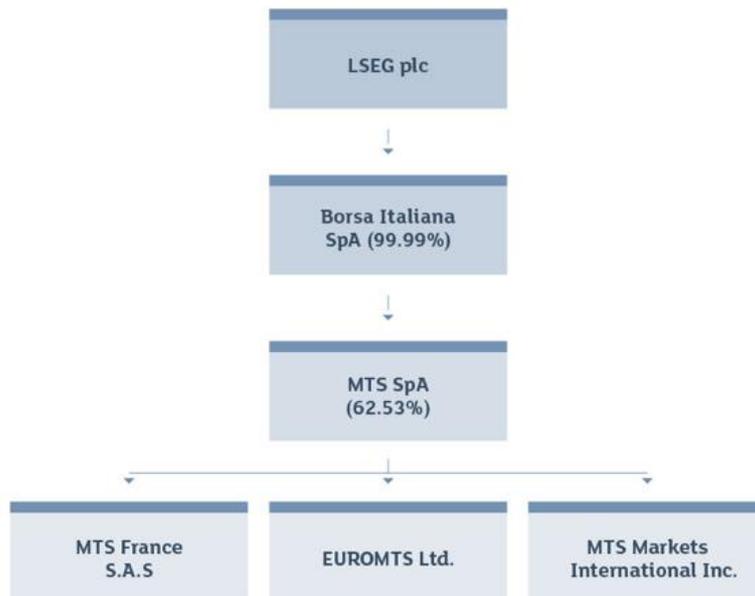


Figura 7 ‘La struttura del gruppo MTS’<sup>207</sup>

Le diverse società gestiscono una molteplicità piattaforme per la negoziazione dei prodotti finanziari che si appoggiano sulla medesima infrastruttura telematica. Il risultato è la creazione un network internazionale composto da MTS Cash, MTS Repo, MTS BondVision, MTS BondPro, MTS Swaps e MTS Data (Fig.8).



<sup>205</sup> MTS, “Regulatory Structure”

<sup>206</sup> “MTS Cash: Regulation and Compliance”.

<sup>207</sup> “MTS Corporate Structure”

(Figura 8 'Le piattaforme del gruppo MTS)

Questo elaborato si concentra sull'analisi della composizione e del funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani, di conseguenza vengono studiate soltanto le piattaforme attraverso cui vengono scambiati tali titoli: MTS Cash, MTS Repo, e MTS BondVision.

Esse sono gestite direttamente da MTS S.p.a.<sup>208 209</sup>. Specificamente:

- il mercato regolamentato di MTS Italy si compone di due segmenti separati MTS Cash Italy e MTS Repo, i quali sono entrambi sottoposti alla regolazione di MEF, Consob e BankItalia.
- MTS BondVision Europe, invece, è un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) sottoposto alla regolazione Consob.<sup>210</sup>

Infine, per completare il quadro delle piattaforme sui cui vengono negoziati i titoli di stato italiani, è necessario aggiungere il sistema multilaterale di negoziazione EBM (ex-EuroMTS), il quale è un segmento dei MTS Cash sottoposto alla regolazione Consob<sup>211</sup> che era gestito da EuroMTS Limited<sup>212</sup> ma che ora è stato 'spostato' a MTS S.p.a. per effetto della Brexit<sup>213</sup>. Data l'immagine generale dei mercati, nei paragrafi successivi si procede all'analisi delle caratteristiche di ognuno di essi.

### 5.5 MTS Cash

MTS Cash è una piattaforma elettronica *inter-dealer* di negoziazione all'ingrosso di titoli di stato sui sono presenti oltre 100 operatori attivi su base giornaliera<sup>214</sup>. Essa comprende sia mercati regolamentati (MTS Cash Italy), che i sistemi multilaterali di negoziazione MTS Cash Domestic Market, EBM, MTS UK e MTS France<sup>215</sup>.

MTS Cash ha un modello *quote driven*, per cui gli operatori principali operano come *market maker* esponendo costantemente prezzi di vendita e di acquisto<sup>216</sup>. I prezzi esposti sono "impegnativi e immediatamente eseguiti"<sup>217</sup>, di conseguenza il contratto si conclude immediatamente non appena un

---

<sup>208</sup> "MTS Cash: Regulation and Compliance".

<sup>209</sup> MTS, "Regulatory Structure"

<sup>210</sup> Ibid.

<sup>211</sup> Ibid.

<sup>212</sup> "EBM".

<sup>213</sup> Cellino, "Brexit, le piattaforme per lo scambio dei titoli di Stato tornano in Italia"

<sup>214</sup> MTS. "Discover MTS Cash"

<sup>215</sup> "MTS Cash: Regulation and Compliance".

<sup>216</sup> "Mercato Quote Driven."

<sup>217</sup> Bernardini, "Il mercato dei titoli di stato."

operatore (in vendita o in acquisto) è disposto ad accettare i prezzi esposti senza alcun bisogno di intermediazione o ulteriori contatti tra venditore e acquirente<sup>218</sup>.

Su MTS Cash vengono negoziati diversi strumenti obbligazionari:

- a. Titoli di stato italiani denominati in euro e altri titoli di stato in euro emessi da Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Olanda, Portogallo, Slovenia e Spagna;
- b. Titoli di stato non in euro emessi da Repubblica Ceca, Danimarca, Ungheria, Israele e Polonia;
- c. Titoli di stato indicizzati all'inflazione emessi da di Italia, Austria, Francia, Germania, Israele e Regno Unito<sup>219</sup>.

La grande varietà in termini di titoli trattati rende MTS Cash una piattaforma elettronica pan-europea di negoziazione all'ingrosso di titoli di stato, la quale viene caratterizzata da un'ampiezza e ed un livello di efficienza tecnologica tale da attrarre un vastissimo numero di operatori. In questo modo viene garantita trasparenza e costante liquidità al sistema<sup>220</sup>.

I mercati che costituiscono MTS Cash sono regolamentati da diverse giurisdizioni nazionali, nello specifico:

- a. Il segmento europeo è composto da MTS *Italy* (la quale è regolato il MEF, Banca d'Italia e Consob); MTS *France* (la quale è regolato da *Autorité des Marchés Financiers* (AMF)); MTS *UK* (la quale è regolato dal *Financial Conduct Authority* (FCA)) e, infine, MTS *Cash Domestic Markets*, regolato da Consob;
- b. Il segmento americano (MTS *US*) è regolato da FINFRA e SEC.<sup>221</sup>

### 5.6 EBM

MTS Cash è stato descritto sia un mercato *quote driven*. Tuttavia, tale mercato ha la peculiarità di contenere al suo interno anche il sistema multilaterali di negoziazione *order driven*: EBM, gestita anch'essa da MTS S.pa.<sup>222</sup>. Attraverso essa operano oltre 50 *market makers* che si scambiano titoli per un valore di circa 2 miliardi al giorno<sup>223</sup>.

La *ratio* di EMB è di aggiungere ulteriore liquidità al Sistema MTS permettendo agli operatori di accedere e eseguire i propri ordini di acquisto e vendita tramite un *order-book* che mostra i prezzi di

---

<sup>218</sup> Ibid.

<sup>219</sup> MTS. "Discover MTS Cash"

<sup>220</sup> <https://www.mtsmarkets.com/products/mts-cash/10-reasons-choose-mts-cash/1>

<sup>221</sup> MTS. "Discover MTS Cash"

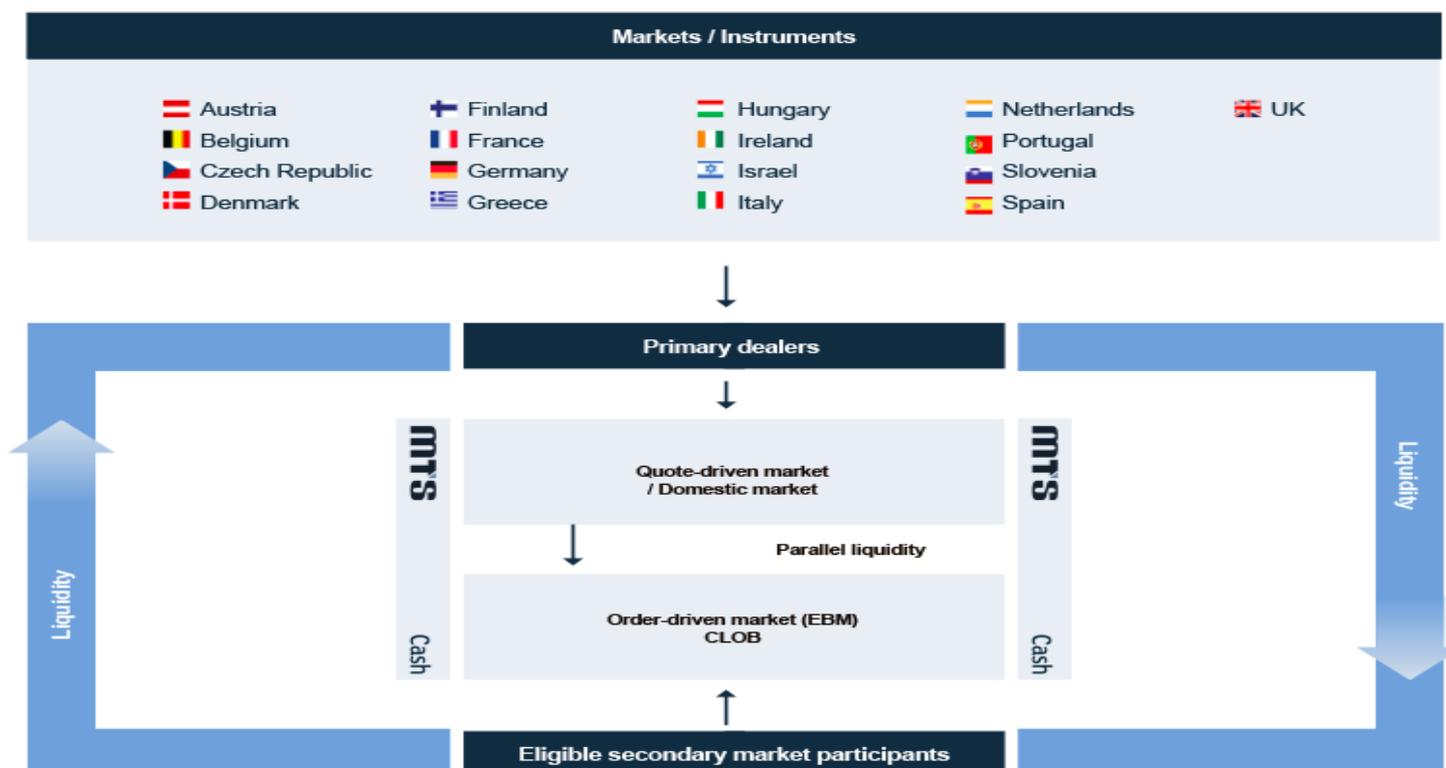
<sup>222</sup> Olivieri, "Piazza Affari diventa il centro degli scambi sui bond governativi."

<sup>223</sup> Ibid.

vendita/acquisto di diversi prodotti senza alcun obbligo di quotazione<sup>224</sup>. Il maggior vantaggio offerto dalla piattaforma è permette all'operatore di presentare domande *single-side* (o solo di acquisto o solo di vendita) così da favorire la partecipazione degli operatori, ampliando la platea degli investitori. Inoltre, EBM è collegata con le altre piattaforme *quote-driven* di MTS Cash, insieme a cui crea un enorme mercato composto da un grande numero di operatori e da una considerevole quantità di titoli<sup>225</sup>. Specificamente in EBM sono negoziati titoli di Stato emessi non solo dall'Italia, ma anche da altre 10 nazioni: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania e Grecia, Irlanda, Olanda, Portogallo e Spagna<sup>226</sup>.

### 5.7 Il sistema MTS Cash

Riassumendo, MTS Cash è caratterizzato da una doppia natura di mercato *quote-driven* (per quanto concerne il network delle diverse piattaforme nazionali) e *order-driven* (per quanto concerne EBM). Entrambi i mercati si basano sulla medesima infrastruttura tecnologica (MilleniumIT), la quale permette il collegamento tra i due segmenti con l'effetto di aumentare la liquidità e l'efficienza complessiva del mercato<sup>227</sup>. Il sistema MTS Cash è sintetizzato dal grafico seguente (Fig.8).



<sup>224</sup>MTS. "Factsheet: EBM"

<sup>225</sup> MTS. "Factsheet: EBM"

<sup>226</sup> Ibid.

<sup>227</sup> "MTS Cash: Liquidity"

(Figura 10 'La struttura di MTS Cash'<sup>228</sup> )

### 5.8 MTS Repo

MTS Repo è la piattaforma elettronica regolamentata di MTS per la negoziazione all'ingrosso di titoli attraverso contratti *repo* (*Repurchase Agreement Operation*). Tali contratti prevedono l'acquisto (o la vendita) immediata di titoli ad un determinato prezzo con l'obbligo di vendita (o acquisto) futura degli stessi titoli ad un prezzo determinato inizialmente. Tendenzialmente l'arco di tempo tra acquisto e vendita (o viceversa) è breve. Tali contratti sono utilizzati dagli operatori in vendita per reperire liquidità, mentre da quelli in acquisto per far fruttare il proprio capitale<sup>229</sup>. In MTS Repo mercato sono negoziati titoli di Stato Italiani, quelli di altre 29 nazioni<sup>230</sup>, ma anche titoli emessi da organismi sovranazionali (es. l'Unione Europea)<sup>231</sup>. La piattaforma ha un modello *order-driven* e, identicamente alle altre piattaforme MTS, si costituisce come un network tra i diversi mercati *repo* dell'eurozona, in virtù del quale si caratterizza per un ampio numero di operatori (circa 150) e da una elevata liquidità. MTS Repo nasce come piattaforma *inter-dealer*, ma ha sviluppato recentemente una piattaforma di negoziazione di contratti *repo dealer-to-customer* attraverso il mercato MTS BondVision, grazie alla quale oltre 100 operatori in vendita (banche nazionali, comunitarie e extra-comunitarie) possono negoziare con circa 400 operatori in acquisto (investitori istituzionali),<sup>232</sup> garantendo un costante flusso di liquidità al mercato.

### 5.8 MTS BondVision

L'ultima piattaforma di MTS su cui si negoziano titoli di stato è MTS BondVision. Esso è il sistema multilaterale di negoziazione (EMF) elettronico *dealer-to-client* in cui i titoli sono scambiati tra *dealer* e investitori istituzionali attraverso un network di mercati che si allarga in tutta Europa, Regno Unito e Stati Uniti<sup>233</sup>. Su essa vengono negoziati più di 180.00 titoli di stato e obbligazioni in diverse valute (EUR, GBP, USD, DKK, NOK, SEK) emesse da più di 30 paesi<sup>234</sup>.

---

<sup>228</sup> "MTS Cash: Liquidity"

<sup>229</sup> Treccani, s.v. "pronti contro il termine"

<sup>230</sup> Specificamente emessi da Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Israele, Olanda, Portogallo, Slovenia, Spagna (come visto da MTS. "MTS Repo")

<sup>231</sup> MTS. "MTS Repo".

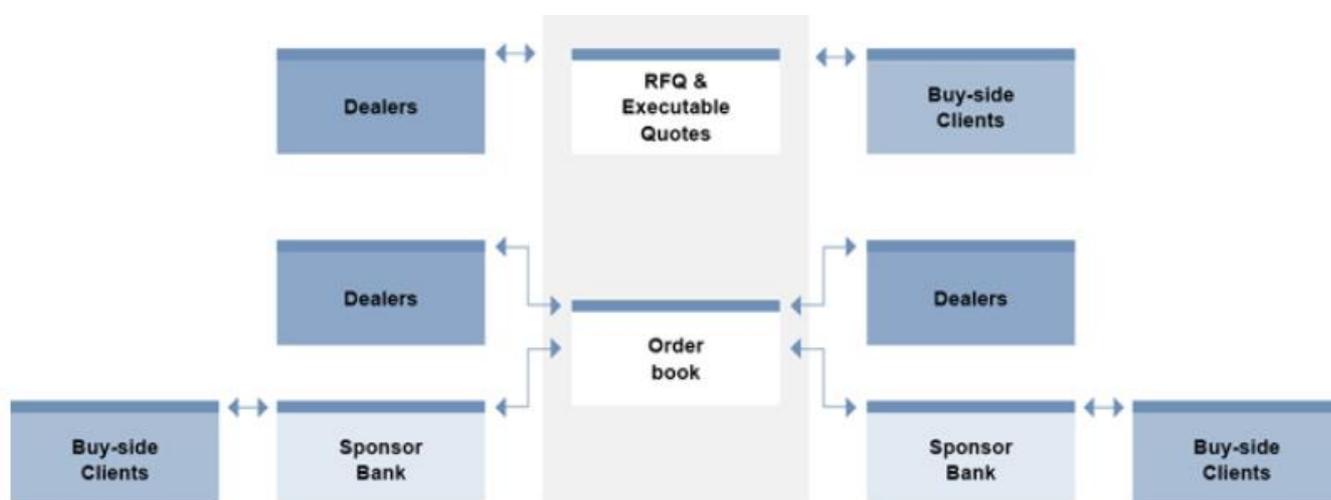
<sup>232</sup> MTS Repo: Global Collateral Management"

<sup>233</sup> "MTS BondVision"

<sup>234</sup> MTS. "Discover MTS BondVision"

Specificament BondVision opera come MTF nel Regno Unito attraverso la società BondVision UK la quale è posta sotto la supervisione di FCA, mentre in Italia opera come BondVision Europe (MTF) sotto la supervisione di Consob e gestito da MTS S.p.a. Infine, negli Stati Uniti opera attraverso BondVision US come *alternative trading system*(ATS) sotto la supervisione di FINRA e SEC<sup>235</sup>.

In modo analogo a MTS Cash, all'interno di MTS BondVision sono presenti entrambi i segmenti *order-driven* e *quote-driven*. Infatti, la piattaforma utilizza sia un sistema di Request for Quote (RFQ) attraverso cui gli investitori possono richiedere in maniera anonima le quote per un determinato strumento ai diversi dealer; sia un *order book* automatizzato attraverso cui gli ordini di acquisto e di vendita degli operatori vengono soddisfatti automaticamente<sup>236</sup>.



(Figura 11 'La struttura di MTS BondVision'<sup>237</sup> )

MTS BondVision costituisce un enorme mercato *dealer-to-customer*, non solo per la sua estensione geografica, ma anche per il suo collegamento al mercato MTS Cash<sup>238</sup>, che permette la condivisione della liquidità e dei dati (in termini di quantità di transizioni, prezzi di acquisto e vendita, titoli maggiormente richiesti, etc) tra tutte le piattaforme MTS. Il risultato è la creazione di un sistema trasparente, liquido e partecipato.

<sup>235</sup> "MTS BondVision"

<sup>236</sup> "MTS BondVision: Credit"

<sup>237</sup> Ibid.

<sup>238</sup> "MTS Cash: Liquidity".

## 5.9 Dati MTS

Nei paragrafi successivi è stata ricostruita la struttura e il funzionamento delle diverse piattaforme che vanno a costituire il gruppo MTS. In questa sezione l'analisi diviene quantitativa, con lo scopo di comprendere l'estensione e l'importanza del MTS nel mercato secondario.

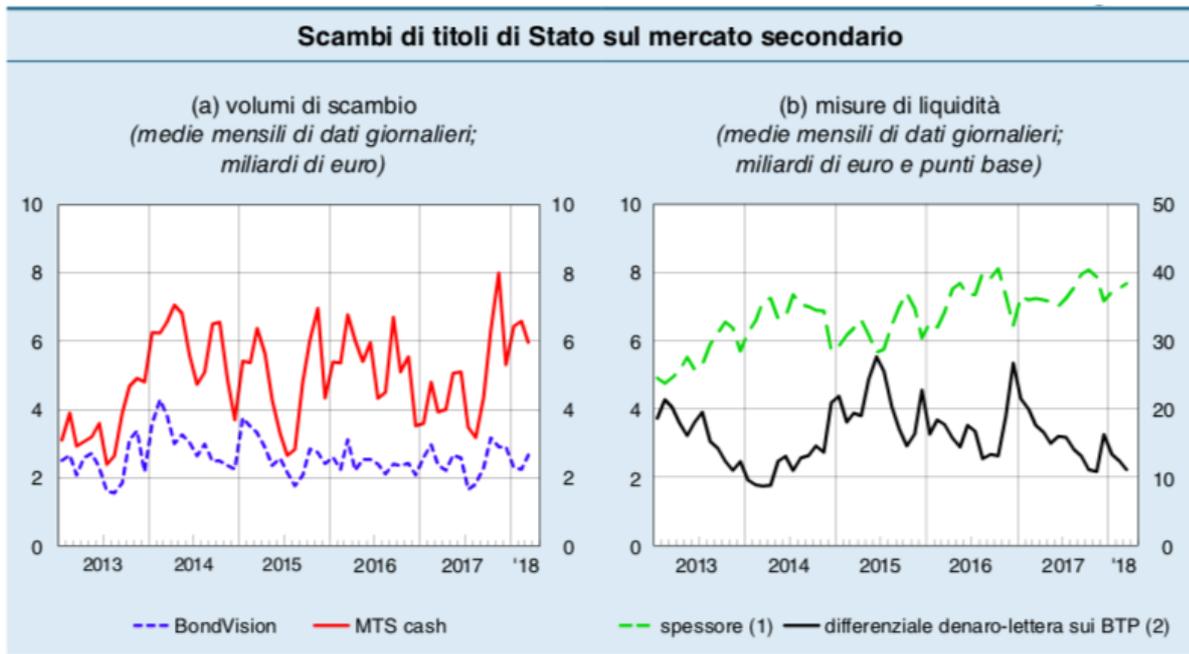
Secondo i dati rilasciati da Banca d'Italia nella Relazione Annuale per il 2017 e quella per il 2018 riguardanti il periodo 2013-2018 gli scambi giornalieri di titoli di Stato italiani sui due segmenti MTS Cash e MTS BondVision sono stati di circa 8 miliardi al giorno. La maggior parte di essi (circa 6 miliardi) sono avvenuti su MTS Cash, il quale è inteso come aggregato di MTS Cash e MTS Repo nell'analisi di Banca d'Italia, mentre i restanti sono avvenuti MTS BondVision<sup>239</sup>. Quest'ultimo ha vissuto un flusso di scambi giornalieri mediamente costante nell'arco 2013-2017, spiegabile dal fatto che è il segmento maggiormente utilizzato dagli investitori istituzionali e quindi è meno volatile. Al contrario, MTS Cash è caratterizzato da una maggiore volatilità, ma questa caratteristica non gli ha impedito di aumentare progressivo aumento degli scambi nel periodo considerato. L'altro dato interessante mostrato dal grafico è il progressivo aumento di liquidità del mercato secondario, segnalato con un aumento dello spessore degli scambi<sup>240</sup> e dalla riduzione del differenziale denaro-lettera sui titoli benchmark (i BTP) (Fig.12).<sup>241</sup>

---

<sup>239</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2017", 190-200.

<sup>240</sup> Spessore calcolato come 'media giornaliera della semisomma delle quantità di titoli, in acquisto e in vendita, proposte dai market makers nelle prime cinque migliori quotazioni in pagina'

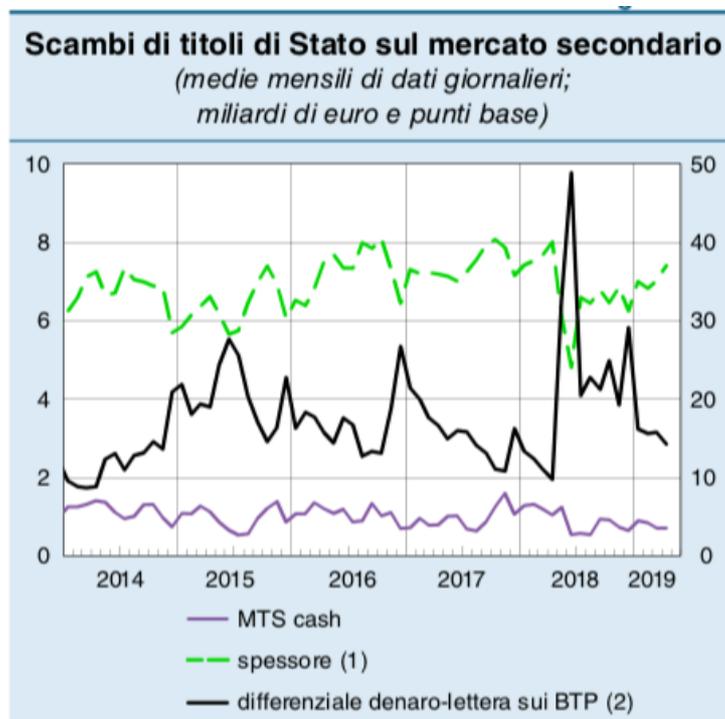
<sup>241</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2017", 190-200



(Figura

11 'Scambio di Titoli di Stato sul mercato secondario' pubblicata da Banca d'Italia <sup>242</sup> )

Liquidità che ha subito una diminuzione nella metà del 2018, evidenziata da un aumento del differenziale denaro-lettera e da una diminuzione degli scambi giornalieri (Fig.12)<sup>243</sup>.



<sup>242</sup> Ibid.

<sup>243</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2018", 186-199.

(Figura 12 'Scambio di Titoli di Stato sul mercato secondario' pubblicata da Banca d'Italia<sup>244</sup>)

Rispetto al 2018 i dati più recenti rilasciati dal Dipartimento del Tesoro riguardanti volume degli scambi in MTS segnalano una quantità media giornaliera di scambi in titoli di stato pari a 4.596 milioni di euro, corrispondente ad una quantità media mensile di 96.796 milioni di euro<sup>245</sup>. Inoltre, l'ultimo report stilato da Banca d'Italia<sup>246</sup> segnala che su MTS sono stati scambiati titoli di Stato italiani per un totale di 1.100.979 milioni di euro nel 2018. Tra questi i titoli più scambiati sono BTP (582.922 milioni di euro che corrispondono al 52,94%), seguiti dai BOT (353.375 che corrispondono al 32,9%). Osservando la differenza tra i volumi scambiati in MTS e volumi di titoli scambiati in MOT (cioè 146.023 milioni di euro nel 2018) si riesce a comprendere non solo la centralità di MTS all'interno del mercato secondario, ma anche la sostanziale differenza in termini di volume scambi tra il segmento all'ingrosso e quello *retail* del mercato secondario dei titoli di Stato.

Infine, un discorso a parte deve essere fatto per i rendimenti dei titoli di Stato sul mercato secondario. Nel corso del 2018 essi sono aumentati di circa 73 punti base per i BTP a 10 anni; 105 punti base per quelli a 5 anni e 97 punti base su quelli a 3 anni. Un aumento che è ricollegabile al 'bonus' di rischio richiesto dagli investitori per detenere titoli di Stato italiani in relazione alle "incertezze degli operatori durante la formazione del Governo e di quelle relative alla politica economica e di bilancio del nuovo Esecutivo"<sup>247</sup>. Come si evince dal grafico sottostante lo spread BTP-bund ha subito una forte risalita a partire da maggio 2018 (periodo di formazione del nuovo governo), raggiungendo 290 punti base, il 20 novembre lo spread ha toccato i 327 punti in concomitanza dell'approvazione della legge di bilancio, per poi attestarsi intorno ai 250 a dicembre 2018 (Fig. 13). Ha influito sulla percezione del rischio degli investitori anche la possibile uscita del paese dall'euro e la conseguente possibile rivalutazione di questo in un'altra valuta<sup>248</sup>.

---

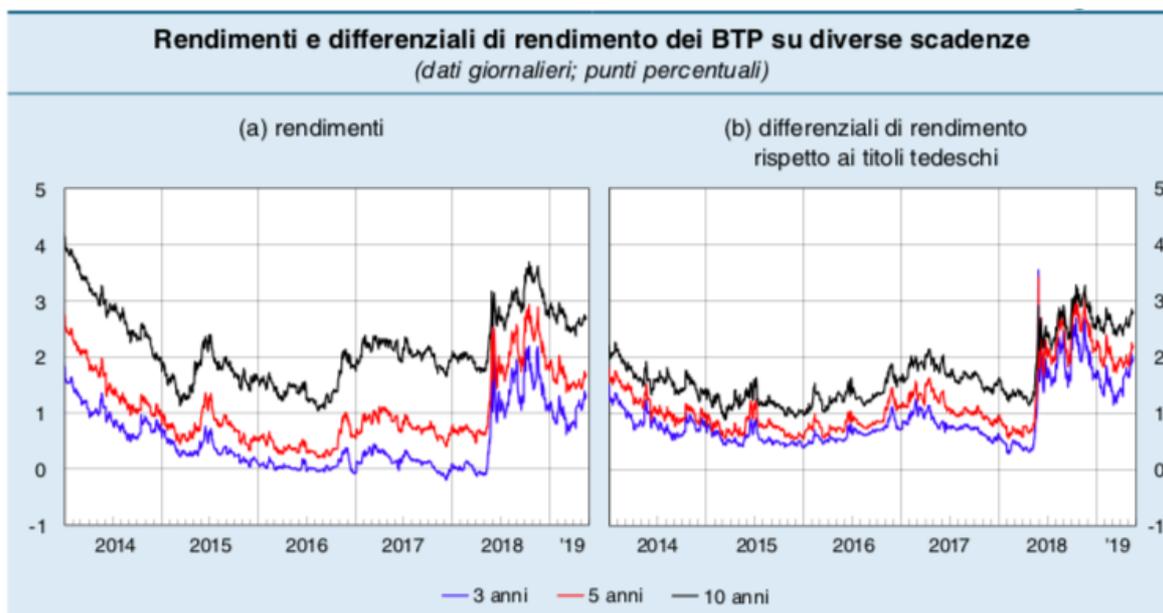
<sup>244</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2018", 186-199.

<sup>245</sup> Banca D'Italia. "Bollettino Trimestrale N° 81"

<sup>246</sup> Banca D'Italia. "Bollettino Trimestrale N° 81"

<sup>247</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2018", 186-199.

<sup>248</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2018", 186-199.



(Figura 13 'Rendimenti e differenziali di rendimento BTP su diverse scadenze' pubblicata da Banca d'Italia<sup>249</sup>)

### 5.10 L'importanza di MTS per il mercato dei Titoli di Stato

Osservando i dati riguardo le quantità di titoli di stato scambiate in MTS è facile comprendere la sua centralità all'interno del mercato secondario dei titoli di stato. Infatti "secondo alcune stime, attraverso MTS passerebbero addirittura il 70-80% degli scambi sui titoli di Stato italiani effettuati sui mercati secondari regolamentari"<sup>250</sup>. Questo conferisce ad MTS una importanza fondamentale agli occhi delle Banca d'Italia, Consob e soprattutto del Tesoro, in quanto permette di sorvegliare le transazioni in titoli di Stato che riguardano gran parte del debito pubblico italiano sul mercato. Grazie a MTS le *authority* possono osservare le attività di *market maker*, valutare le *performance* degli Specialisti in titoli di Stato, raccogliere i dati e svolgere le azioni necessarie a preparare il mercato per le nuove emissioni di titoli sul mercato primario (soprattutto nel caso di emissioni di titoli nuovi o con caratteristiche particolari). Tutte queste caratteristiche sono fondamentali per ridurre al minimo il costo futuro legato all'interesse sul debito e per garantire il buon collocamento dei titoli necessari alle esigenze finanziarie dello Stato<sup>251</sup>. Infine, un elemento da non trascurare è il fatto che MTS è il mercato attraverso cui Tesoro e Banca D'Italia agiscono direttamente sul mercato secondario, dato che sulla piattaforma MTS BondVision transitano "la maggior parte dei riacquisti che la Banca d'Italia conduce per conto della Bce per portare a termine il suo *quantitative easing*"<sup>252</sup>.

<sup>249</sup> Banca D'Italia. "Relazione Annuale 2018", 186-199.

<sup>250</sup> Cellino, "Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTP"

<sup>251</sup> Cellino, "Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTP"

<sup>252</sup> Cellino, "Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTP"

## CAPITOLO IV – Il mercato dei titoli di Stato italiani e il London Stock Exchange Group

### 1. London Stock Exchange Group

Tutti i mercati che sono stati analizzati hanno due elementi in comune. Il primo è il fatto di permettere la negoziazione dei titoli di stato. Il secondo elemento è meno intuitivo ed è possibile comprenderlo solo studiando l'assetto proprietario delle diverse società-mercato: tutti i mercati analizzati fanno parte del London Stock Exchange Group (LSEG). Tale società è una holding di diritto britannico con sede a Londra, la quale che direttamente o indirettamente tutti i principali mercati in cui sono negoziati titoli di stato italiani, oltre che diversi mercati in cui vengono negoziati diversi tipologie di prodotti finanziari, dalle azioni ai derivati.

Il gruppo si compone di tre grandi segmenti:

- London Stock Exchange e Borsa Italiana, con tutte le società da esse controllate;
- MTS, mercato obbligazionario pan-europeo composto sia da mercati regolamentati che da MTF;
- Turquoise, un MTF azionario pan-europeo

Oltre che la negoziazione, di prodotti finanziari, il gruppo offre una serie di servizi tra cui *risk-management*, servizi di pre e post trade e indici finanziari<sup>253</sup>. Nel suo complesso costituisce LSEG costituisce un'enorme infrastruttura finanziaria che si estende su scala globale, che si appoggia interamente sulla piattaforma telematica *MilleniumIT*, anch'essa creata da una società interna al gruppo<sup>254</sup>.

#### 1.1 Maggiori Azionisti

Secondo i dati ufficiali pubblicati dal sito del London Stock Exchange Group in data 26 settembre 2018 i maggiori azionisti erano *QIA (Qatar Investment Authority)* con il 10,3%; *BlackRock Inc* con il 6,9%; *The Capital Group Companies Inc* con il 6,8% e *Linsell Train Limited* con il 5%<sup>255</sup>.

#### 1.2 Struttura

Al vertice del gruppo è collocato *LSEGroup plc* società di diritto inglese che controlla la totalità di Borsa Italiana S.p.a. (attraverso la London Stock Exchange Group Holding Italia Spa). A sua volta,

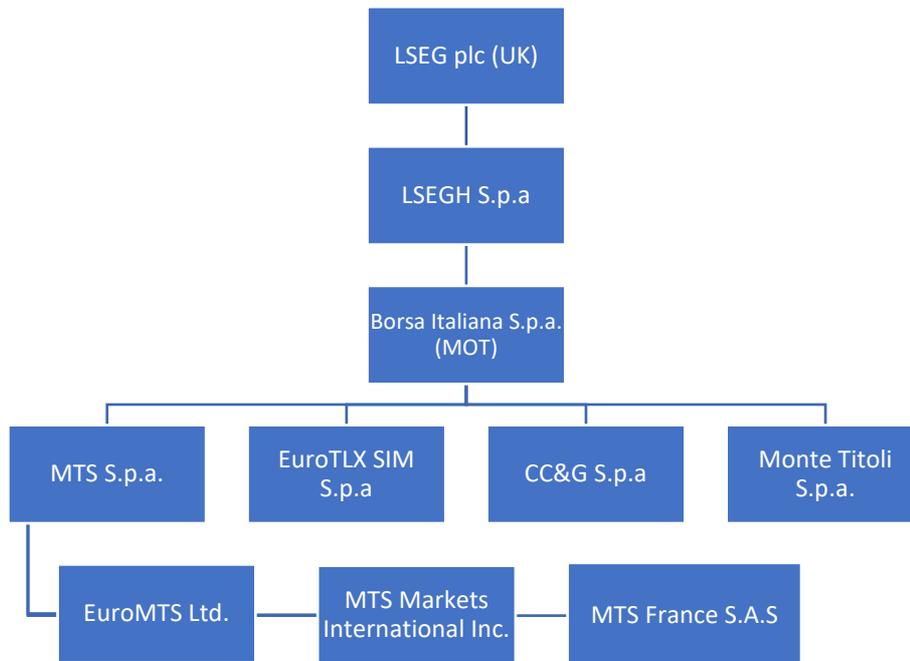
---

<sup>253</sup> “What we do”

<sup>254</sup> “What we do”

<sup>255</sup> “Substantial Shareholders”.

Borsa Italiana S.p.a. detiene: il 70% delle azioni di EuroTLX SIM Spa; il 100% di Monte Titoli Spa; il 100% Camera di Compensazione&Garanzia Spa (CC&G Spa); il 60,37% delle azioni di MTS spa, società vertice del gruppo MTS che a sua volta controlla tutte le altre società del gruppo MTS , come visto nel Cap.3 sez.5.4<sup>256 257</sup>.



(Figura 13 'Struttura di LSEG riguardo il mercato dei titoli di Stato')

Per completezza è necessario segnalare che l'organigramma proposto contiene soltanto le società rilevanti all'interno dell'analisi del mercato dei titoli di Stato italiani, non tutte quelle controllate dal gruppo LSE. Esso è riassumibile bene la centralità del gruppo all'interno del mercato dei Titoli di Stato dovuta al fatto che controlla non solo le piattaforme (sia *retail* che all'ingrosso) che secondo le stime controllano quasi l'80%<sup>258</sup> del market share del mercato titoli di stato italiani, ma anche le società che si occupano dei servizi di pre e post trading di tale mercato, cioè Monte Titoli S.p.a. e Camera Compensazione e Garanzia S.p.a.

<sup>256</sup> "Struttura del gruppo"

<sup>257</sup> "MTS Corporate Structure"

<sup>258</sup> Cellino, "Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTp".

## 1. Il mercato secondario dei titoli di stato come Meta-Mercato Finanziario

L'analisi svolta finora permette di osservare il mercato secondario dei titoli di Stato in termini sistemici. Guardandolo 'dall'alto' presenta una serie di caratteristiche che permettono di eseguire un parziale confronto tra esso e il "meta mercato finanziario"<sup>259</sup> descritto del Professor Di Gaspare in "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria"<sup>260</sup>. Tuttavia, prima di procedere è necessario segnalare che l'analisi proposta si basa su un'elaborazione delle informazioni raccolte nel corso di questa tesi, le quali sono organizzate con l'obbiettivo di evidenziare gli elementi comuni tra il mercato dei titoli di Stato e il "meta-mercato finanziario"<sup>261</sup>. In breve, viene proposta un'interpretazione del mercato dei Titoli di Stato italiano con la consapevolezza dei limiti che un'interpretazione porta con sé.

Come esaminato nei capitoli precedenti, il mercato dei titoli di Stato italiani è 'egemonizzato' da MTS. Esso si configura come un *network* di piattaforme regolamentate e MTF per la negoziazione di titoli di Stato che si espande su scala globale. Le molteplici società-mercato che gestiscono tali piattaforme sono locate in più paesi e sono sottoposte a diverse giurisdizioni nazionali. Il *network-MTS* può essere considerato come la parte 'trasparente' del mercato, dato che pubblica (quantomeno parzialmente) le informazioni necessarie alla sua analisi e alla comprensione della sua struttura e funzionamento. Tuttavia, per completare la fotografia del mercato è necessario aggiungere la parte 'opaca' di questo, è composta da tutte quelle piattaforme che non condividono alcuna informazione rispetto alla propria struttura, funzionamento e riguardo gli attori che vi operano, come meglio esposto nel cap.3 par.2.1.

La parte trasparente e quella opaca creano un unico sistema globale interconnesso in cui i maggiori *player* del mercato sono pochi grandi "conglomerati finanziari"<sup>262</sup> che hanno la possibilità di scambiare tra di loro i titoli all'ingrosso utilizzando le piattaforme 'trasparenti' quelle 'opache' e il mercato OTC. In altri termini, i grandi conglomerati finanziari si possono scambiare titoli di Stato italiani in tempi brevissimi e su scala globale, creando una sorta di "meta-mercato"<sup>263</sup> all'interno del quale i titoli si spostano in "una zona senza frontiere e senza soluzioni di continuità"<sup>264</sup>.

---

<sup>259</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 145-153.

<sup>260</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 145-153.

<sup>261</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 145-153.

<sup>262</sup> Per comprendere quali siano (alcuni) di questi si rimanda all'elenco degli Specialisti dei Titoli di Stato (cap 2 par.6.1), nonché ai maggiori azionisti del gruppo MTS (cap.3 par.5.3), nonché agli azionisti del LSEG nel paragrafo precedente.

<sup>263</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 145-153.

<sup>264</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 145-153.

Grazie a questa *network* di piattaforme le grandi società finanziarie hanno la possibilità di agire come *market maker*, operanti sia come *dealer* nel mercato all'ingrosso, sia come *broker* nella vendita/acquisto dei titoli ad altri intermediari-venditori<sup>265</sup>. In virtù della loro posizione possono operare nel mercato all'ingrosso simultaneamente come acquirenti e venditori, scambiando tra di loro le grandi partite di titoli che si sono aggiudicati sul mercato primario, formando i prezzi e le quotazioni per le vendite al dettaglio<sup>266</sup>. Tutto ciò pone un problema che risiede nel fatto che il meccanismo di formazione del prezzo rischia di essere poco trasparente. Infatti, i pochi operatori presenti sul mercato all'ingrosso possono agire simultaneamente sulle diverse piattaforme 'manipolando' i prezzi dei titoli attraverso l'utilizzo dei diversi 'canali opachi' offerti dal mercato. Ad esempio, i *market maker* potrebbero scambiarsi "le posizioni di acquirente e venditore su base plurilaterale<sup>267</sup>" per modificare la quotazione dei titoli; oppure potrebbero scambiarsi all'ingrosso i titoli a prezzi sottoquotati rispetto al valore di mercato (c.d. "vendita *sub quotes*"<sup>268</sup>). Tale meccanismo sarebbe reso possibile dalla forte barriera all'ingresso che caratterizza il mercato all'ingrosso, dovuta al fatto che sono pochi gli operatori hanno abbastanza risorse per partecipare al mercato, dato che in esso vengono negoziati blocchi per centinaia di milioni di euro. L'effetto di tale barriera è la creazione di un mercato composto da un numero molto ristretto di operatori, che potrebbe addirittura essere considerato come un oligopolio se si avessero le informazioni anche della sezione 'opaca' del mercato. Il ragionamento che è stato proposto in questa sezione resta un'ipotesi che, per quanto radicata nell'analisi del mercato dei titoli di Stato, deve ancora essere verificata tramite future analisi.

Tuttavia, coincide a verità il fatto l'intera 'parte trasparente' del mercato dei titoli di Stato sia concentrata in un unico gruppo: il LSEG. Per questo motivo nel resto del capitolo viene ricostruita la dinamica storica che ha portato alla situazione attuale. L'analisi si struttura attraverso una serie di passaggi:

1. La nascita dei mercati e il periodo precedente alla privatizzazione;
2. La privatizzazione dei mercati;
3. L'acquisizione di MTS da parte di Borsa Italiana;
4. La incorporazione di Borsa Italiana nel London Stock Exchange;

---

<sup>265</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 173-180.

<sup>266</sup> Ibid.

<sup>267</sup> Ibid.

<sup>268</sup> Ibid.

## 2. Nascita e periodo precedente alla privatizzazione

### 2.1 Borsa Italiana

La Borsa Italiana nasce nel 1808 a Milano, come ‘Borsa di Commercio di Milano’ ad opera di un decreto del viceré francese, sottoposta a regime pubblicistico con lo scopo di soddisfare “l’interesse dei banchieri locali di avere un luogo di adunanza e di sconto personale e il desiderio dei francesi di disporre di un mercato il più possibile ampio e organico dove collocare le emissioni del debito pubblico in concorrenza con il mercato borsistico londinese”<sup>269</sup>. Dopo l’unificazione italiana la borsa cresce e il mercato dei titoli di stato si sviluppa spinto dalle spese dell’unificazione e per la creazione delle ferrovie. Con l’industrializzazione di inizio ‘900 la borsa conosce un’ulteriore espansione, per poi procedere in modo altalenante durante il periodo delle due guerre. Durante gli anni del miracolo italiano conosce una crescita esponenziale, la quale ‘frena’ nel corso degli anni 80. A partire dal 1993 inizia un periodo di forti trasformazioni ad opera della legge 2/1/1991 n.1, i “Comitati direttivi delle sedi di Borsa in Italia vennero sciolti e fu costituito a Milano il Consiglio di borsa con il compito di rappresentare tutte le componenti del mercato (Banca d’Italia, agenti di cambio, Sim, istituti di credito, Camere di commercio) e unificare le contrattazioni sul piano nazionale’ e inizia il processo di telematizzazione ed internalizzazione della borsa<sup>270271</sup>. Infine, nel 1998 la Borsa viene privatizzata<sup>272</sup>.

### 2.2 MTS

La storia di MTS è molto più breve, esso viene istituito tramite decreto del Ministero del Tesoro dell’8/02/1988<sup>273</sup> per volere di quest’ultimo e di Banca d’Italia, con lo scopo di “assicurare una corretta gestione dei titoli del debito pubblico e per indicarne anche in modo trasparente i prezzi”<sup>274</sup> in modo che “gli investitori istituzionali potessero scambiare i titoli e convogliarvi gli ordini dei risparmiatori”<sup>275</sup>. Nove anni dopo la sua creazione, nel 1997, viene privatizzato.

---

<sup>269</sup> “History Tour: gli antecedenti”.

<sup>270</sup> “Ufficio Stampa: la Storia”.

<sup>271</sup> “History Tour: dal 1998 a oggi”

<sup>272</sup> “Ufficio Stampa: la Storia”.

<sup>273</sup> “Glossario Fianziario: Il Mercato all’Ingrosso dei Titoli di Stato.”

<sup>274</sup> Garbi, “Questo È Il Mercato Odierno Dei Titoli Di Stato”.

<sup>275</sup> Ibid.

### 3. Privatizzazione

La privatizzazione di Borsa Italiana e MTS è avvenuta in applicazione del ‘Decreto Eurosim’ (D.Lgs. 415/96) che ha recito le due direttive europee 93/22/CEE del 1993 e 93/6/ CEE del 1993 in materia di servizi di investimento<sup>276</sup>. In virtù della art.46 di tale decreto “l’attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro”<sup>277</sup>. Nasce così una nuova entità giuridica: la società di gestione del mercato e viene abbandonata la gestione pubblicistica di Borsa Italiana e MTS, le quali diventano società private per azioni (le c.d. imprese-mercato) iscritte ad un apposito elenco stilato dalla Consob<sup>278</sup>. Formalmente Borsa Italiana S.p.a viene costituita il 7 febbraio 1997. Infine, il processo di privatizzazione si è concluso con l’approvazione da parte della Consob del Regolamento dei mercati e la concessione dell’autorizzazione all’esercizio delle attività di organizzazione e gestione dei mercati nel gennaio 1998<sup>279</sup>.

Dall’altro lato, MTS S.p.a. inizia ad operare solamente il 30 giugno 1998 a seguito dell’approvazione da parte del Tesoro del regolamento della società e la concessione dell’autorizzazione ad operare come società di gestione del mercato dei titoli di Stato<sup>280</sup>.

### 4. Acquisizione di MTS da parte di Borsa Italiana S.p.a.

Le strade delle due società di negoziazione di titoli di Stato si incrociano nel 2006, quando Borsa Italiana e Euronext creano la joint venture MBE Holding S.p.a. (51% da Euronext NV;49% da Borsa Italiana)<sup>281</sup>. La società funge da società-veicolo avente scopo di assumere il controllo di MTS S.p.s. rilevando il 60,37% di MTS S.p.a.<sup>282</sup>. Infine, il controllo di MTS S.p.a. si concentra definitivamente nelle mani di Borsa Italiana S.p.a il 3 Ago 2007 attraverso l’acquisizione per circa 100 milioni di euro della partecipazione di Euronext NV di MBE Holding<sup>283 284</sup>.

---

<sup>276</sup> “Borsa Italiana S.p.a.”

<sup>277</sup> Art. 46 del Decreto Legislativo n. 415 del 23 Luglio 1996

<sup>278</sup> “La Privatizzazione della Borsa e il nuovo Quadro normativo”

<sup>279</sup> “La Privatizzazione della Borsa e il nuovo Quadro normativo”

<sup>280</sup> “Enciclopedia: MTS”

<sup>281</sup> Borsa Italiana. “Comunicato Stampa: L’integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo”.

<sup>282</sup> Borsa Italiana. Comunicato Stampa: L’alleanza tra Borsa Italiana ed Euronext acquisisce la maggioranza di MTS.

<sup>283</sup> Borsa Italiana, “Comunicati Stampa 2007 Borsa Italiana Ha Firmato Il Contratto Per L’acquisizione.”

<sup>284</sup> Borsa Italiana, “Comunicato Stampa: Borsa Italiana Acquista Il 51% Di Mbe Holding.”

## 5. La incorporazione di Borsa Italiana nel London Stock Exchange

Momento di chiave per il futuro sviluppo internazionale dei mercati secondari dei titoli di Stato e per il loro accentramento all'interno di un unico gruppo è stato tra Banca Italiana S.p.a. e il London Stock Exchange l'incorporazione conclusasi nell'ottobre 2007<sup>285</sup>. Essa è avvenuta a seguito dell'accettazione da parte di Borsa Italiana dell'offerta di 1,6 miliardi di euro da parte della borsa londinese.<sup>286</sup> Dalla incorporazione nasce la holding London Stock Exchange Group (LSEG plc), posseduta per il 28% degli azionisti di Piazza Affari e con un consiglio di amministrazione in cui siedono 5 italiani su 12<sup>287</sup>. All'interno della holding BI e LSE rimangono società legalmente distinte soggette alla regolamentazione dei rispettivi paesi<sup>288</sup>, le quali però 'spostano' tutti i mercati da loro gestiti su una sulla piattaforma informatica comune (inizialmente TradElect e poi MillenniumIT a partire dal 2012)<sup>289</sup>. La società holding mantiene la "responsabilità sulle attività svolte da entrambe le società fornendo lo sviluppo strategico e assumendo la responsabilità di conto economico per tutte le attività del gruppo"<sup>290</sup>.

Rispetto al mercato secondario dei titoli di stato, l'incorporazione rappresenta un momento di svolta fondamentale. Da questo momento viene a creare la concentrazione in un'unica società dei maggiori mercati regolamentati e MTF su cui vengono scambiati titoli di Stato italiani (il MOT e il gruppo MTS composto da MTS Cash, MTS Repo e BondVision), nonché delle società fornitrici dei servizi di post-trade, cioè da Monte Titoli S.p.a. e Camera Compensazione&Garanzia S.p.a.

L'incorporazione dà vita al grande conglomerato di imprese-borsa, mercati regolamentati, MTF e società di servizi post-trading che tutt'ora comprende la stragrande maggioranza del mercato secondario dei titoli di stato. Inoltre, tale concentrazione viene ulteriormente accentuata nel settembre 2013 con l'acquisizione da parte di Borsa Italiana S.p.a del 70% delle azioni di EuroTLX Sim s.p.a., la quale era precedentemente posseduta da Banca IMI e Unicredit<sup>291</sup>.

---

<sup>285</sup> Borsa Italiana, "Comunicati Stampa: Borsa Italiana and London Stock Exchange Combine"

<sup>286</sup> Borsa Italiana, "Comunicati Stampa: L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo."

<sup>287</sup> ISole24Ore, "Borsa italiana: dal cda via libera all'intesa con London Stock Exchange"

<sup>288</sup> Borsa Italiana, "Comunicati Stampa: La Nuova Struttura Organizzativa Di Borsa Italiana E London Stock Exchange".

<sup>289</sup> Borsa Italiana, "Comunicati Stampa: Borsa Italiana Adotta Nuova Piattaforma Millennium".

<sup>290</sup> Borsa Italiana, "Comunicati Stampa: La Nuova Struttura Organizzativa Di Borsa Italiana E London Stock Exchange".

<sup>291</sup> Trogni, "Lse acquisisce Eurotlx per 40 mln da Banca Imi e Unicredit."

L'analisi dell'evoluzione storica del mercato dei titoli di Stato italiani evidenzia il forte legame che intercorrono tra il mercato dei titoli di Stato italiani e Londra. In questo contesto è necessario affrontare le possibili conseguenze che potrebbe avere l'eventuale uscita della Regno Unito dall'Unione Europea per il mercato dei titoli di Stato italiani.

## 6. Prospettive post-Brexit per il mercato dei titoli di Stato italiani

Un primo elemento che deve essere evidenziare è che, così come riportato dal Quaderno giuridico Consob dedicato al tema dei poteri speciali dello Stato relativamente alle infrastrutture finanziarie, “la Brexit non sembra essere un elemento sufficiente a far scattare il golden power su Borsa italiana”<sup>292</sup> dato che essa non appare “suscettibile di determinare effetti pregiudizievoli”<sup>293</sup> sull'operatività di Borsa Italiana e sulle società di post-trading da essa controllate.

In altri termini, Borsa Italiana rimarrà (probabilmente) in mano ad azionisti “extracomunitario” nel caso in cui la Brexit avvenga effettivamente, in quanto non ci sono i presupposti per una nazionalizzazione. Tale prospettiva è ulteriormente rafforzata dal fatto che Borsa Italiana dal 2007 ad ora ha contribuito per il 56% agli utili del gruppo<sup>294</sup>. Quindi, in questo contesto, hanno poca influenza sul futuro della Borsa le ‘attenzioni’ prestate dalla Borsa di Parigi e di Francoforte<sup>295</sup>. Infine, un ulteriore elemento che aumenta la coesione del gruppo è il fatto che tutte le piattaforme facenti parte LSEG condividono la medesima piattaforma telematica MillenniumIT, la quale fornisce un vantaggio strategico in termini di costi, condivisione dati e velocità delle negoziazioni.

Posta la certezza (o quantomeno la alta probabilità) che Borsa Italiana resti in “mani” inglesi, è interessante indagare sulle prospettive dei mercati da lei controllati. Innanzitutto è necessario partire da un fatto: dal primo marzo 2019 due piattaforme per la negoziazione dei titoli di Stato sono state spostate da Londra a Milano: *MTS Cash Domestic e EBM*. Il primo è un segmento di MTS cash su cui vengono negoziati i bond sovrani di 12 stati europei e extra-europei (ma non italiani), mentre il secondo (come visto meglio nel cap.III par.5.6.1) è un mercato all'ingrosso *orden driven* in cui vengono commerciati titoli di Stato italiani ed europei. Esse sono state ‘sottratte’ alla britannica *Mts Ltd* e spostate a Milano sotto il controllo di MTS S.p.a.<sup>296</sup>. La scelta è stata motivata dall'amministratore delegato di MTS in virtù del fatto che “permetterà di continuare a offrire servizi

---

<sup>292</sup> Olivieri, “Brexit, Borsa Spa resterà inglese”.

<sup>293</sup> Alvaro, Lamandini, Police e Tarola. “Quaderni Giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica”, 62.

<sup>294</sup> Olivieri, “Brexit apre il caso Piazza Affari. Le mire di Parigi e Francoforte su Borsa italiana”.

<sup>295</sup> Ibid.

<sup>296</sup> Cellino, “Effetto Brexit, due piattaforme Mts per lo scambio titoli trasferite a Milano”.

indipendentemente dall'esito delle trattative fra la Commissione europea e il governo britannico"<sup>297</sup>. Per effetto di tale spostamento l'Italia "diverrà il mercato di riferimento per i titoli di Stato europei e israeliani, accrescendo il proprio ruolo di piazza finanziaria internazionale per lo scambio dei Titoli di Stato"<sup>298</sup>. Esso contribuirà positivamente all'economia del paese, ma dal un punto di vista del mercato dei titoli di Stato italiani lo spostamento non cambia la posizione dell'Italia. Infatti, erano già in Italia, sotto la gestione di Borsa Italiana S.p.a e MTS S.p.a., tutte le altre piattaforme su cui vengono negoziati i titoli di Stato.

Resta un nodo importante da sciogliere dovuto al fatto che "gli intermediari specialisti sono quasi tutti grandi operatori bancari internazionali che, se il Regno Unito si scollegasse dal Continente, non sarebbero più in grado di svolgere il compito di assicurare liquidità al mercato perché dovrebbero essere ri-autorizzati ad operare come soggetti extracomunitari"<sup>299</sup>. Il problema si comprende meglio considerando che 3 dei 17 specialisti in debito pubblico sono inglesi (Barclays, NatWest e Goldman Sachs), oltre che diversi operatori e specialisti operanti in MOT e MTS. Per affrontare il problema il Ministro dell'Economia Giovanni Tria è al lavoro per la creazione di un 'decreto-Brexit' che "getta un ponte di 21 mesi, dalla fine di marzo al 31 dicembre 2020, con un pacchetto di regole che garantiscono l'operatività italiana di intermediari e imprese d'investimento con sede nel Regno Unito e degli operatori inglesi che aderiscono ai mercati italiani di azioni e obbligazioni"<sup>300</sup>. In questo modo viene dato il tempo per affrontare la questione senza causare *shock* di liquidità sul mercato primario e secondario.

Date questi elementi è possibile trarre diverse conclusioni. In primo luogo, la Brexit ha già influito per l'Italia attraverso lo spostamento delle due piattaforme nel Paese. Tale elemento, però, influenza maniera maggiore il mercato obbligazionario europeo, piuttosto che quello specifico dei titoli di Stato italiani. Infatti, la stragrande maggioranza delle piattaforme di negoziazione di quest'ultimo erano già locate in Italia, EBM era l'unica piattaforma all'estero.

In secondo luogo, il forte legame tra il mercato secondario italiano e le società finanziarie inglesi non porta con sé i rischi alla stabilità e alla liquidità del mercato italiano in caso di *Brexit*. Infatti, le manovre che saranno poste in essere dal Ministero e dalle *authority* italiane sembrano esser destinate a garantire la stabilità del sistema finanziario anche nella peggior ipotesi dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione senza accordo.

---

<sup>297</sup> Cellino, "Effetto Brexit, due piattaforme Mts per lo scambio titoli trasferite a Milano".

<sup>298</sup> Borsa Italiana. "Review dei Mercati 2018."

<sup>299</sup> Olivieri, "Brexit apre il caso Piazza Affari. Le mire di Parigi e Francoforte su Borsa italiana".

<sup>300</sup> Trovati, G. "Brexit, pronto il decreto Tria: soluzione ponte per 21 mesi."

Infine, la possibilità che Borsa Italiana si ‘stacchi’ da LSEG è molto remota, in virtù della sua fondamentale importanza all’interno del gruppo; della condivisione della medesima infrastruttura tecnologica tra BI e LSE; e soprattutto dai limitati effetti negativi che la Brexit sembra esse destinata ad avere sulle attività di Borsa Italiana, i quali non permetterebbero l’utilizzo del Golden Power da parte del Governo italiano.

L’insieme di questi elementi permette di concludere che, con molta probabilità, il mercato dei titoli di Stato italiani non subirà cambiamenti radicali atti a compromettere la sua stabilità nel caso in cui il Regno Unito decida di uscire dall’Unione Europea.

## CONCLUSIONE

L'obiettivo posto alla base di questa tesi è la ricostruzione della struttura e del funzionamento del mercato dei titoli di Stato italiani, attraverso l'analisi delle caratteristiche dei mercati primario e secondario e delle relazioni che intercorrono tra essi. Secondariamente, la tesi si propone di la ricostruzione dinamica storica che lo ha portato il mercato dei titoli di Stato italiano alla sua attuale estensione.

Nel primo capitolo, lo studio delle diverse tipologie dei titoli di Stato ha mostrato l'eterogeneità dei titoli di Stato emessi dalla Repubblica Italiana. La *ratio* di tanta varietà risiede (soprattutto) nella necessità del Tesoro di massimizzare il collocamento dei titoli, rispondendo alle esigenze dei diversi investitori nazionali, europei ed extra-europei. La Repubblica emette sia titoli domestici rivolti al mercato nazionale-europeo, sia titoli internazionali indirizzati ad investitori asiatici ed americani. Rispetto a quelli domestici, gli investitori possono scegliere tra sette tipologie di titoli molto diversi in termini di durata (la quale oscilla in *range* che va 3 mesi a 50 anni) e modalità di remunerazione dei titoli offerti. Infatti, i titoli possono essere *zero-coupon*, a tasso fisso, oppure a tasso variabile.

Lo studio delle caratteristiche del debito pubblico italiano svolto nella seconda parte del capitolo evidenzia la preponderanza dei titoli di Stato all'intero dello stock di debito. Infatti, essi costituiscono l'84%<sup>301</sup> del terzo debito più grande al mondo<sup>302</sup>. Tale informazione evidenzia come il mercato di titoli di Stato italiani sia tra i mercati obbligazionari più estesi. I titoli domestici rappresentano la maggior parte dei titoli in circolazione (cioè il 97,96%), tra essi la tipologia più diffusa è quella dei BTP (71%)<sup>303</sup>. Infine, il 35% di tutti i titoli che sono stati emessi dalla Repubblica sono detenuti all'estero<sup>304</sup>. Quest'ultimo elemento conferma come il mercato sia estremamente internazionalizzato e partecipato da molte banche e società straniere. In questo contesto i maggiori possessori di titoli sono in Francia (nella quale sono detenuti circa un terzo di tutti i titoli presenti all'estero) seguita da Germania e Spagna<sup>305</sup>. In breve, il primo capitolo ha assolto la sua funzione di contestualizzare il mercato dei titoli di Stato 'fotografato' un mercato estremamente ampio, fortemente internazionalizzato ed eterogeneo in termine di titoli trattati.

Nel secondo capitolo lo studio del mercato primario ha sottolineato la sua fondamentale funzione di permettere il collocamento di tutti i titoli necessari a soddisfare le esigenze finanziarie della Repubblica ad un prezzo che non sia troppo oneroso per le casse statali (in modo da garantire la

---

<sup>301</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Il debito pubblico"

<sup>302</sup> Cellino, "Una montagna alta 44mila miliardi di dollari. Ecco la mappa del debito pubblico mondiale"

<sup>303</sup> Dipartimento del Tesoro, "Composizione dei Titoli di Stato al 30 Aprile 2019"

<sup>304</sup> Morici, "Debito pubblico: gli stranieri che hanno in mano l'Italia"

<sup>305</sup> Longo, M. "Debito italiano, banche francesi i più importanti creditori esteri."

sostenibilità futura del debito). Sulla base di questa necessità viene modellata l'intera struttura e il funzionamento del mercato primario. Infatti, la modalità di collocamento più utilizzata dal Tesoro è dell'asta pubblica, la quale offre una serie di vantaggi funzionali a un esito positivo del collocamento dei titoli. *In primis*, essa è completamente automatizzata e si svolge per via telematica, dando la possibilità agli operatori di mandare i propri ordini in remoto. Questo elemento non solo aumenta l'efficienza operativa del mercato, ma allarga anche la platea degli investitori nazionali ed internazionali. Inoltre, tale tecnologia aumenta anche la sicurezza e la trasparenza del mercato, incrementandone l'efficienza informativa. In secondo luogo, l'asta pubblica permette una regolare e precisa pianificazione delle sessioni di collocamento che avvengono nel corso dell'anno, aumentando ulteriormente la presenza degli investitori nel mercato. Infatti, il MEF pubblica periodicamente una serie di documenti (cioè il 'Calendario annuale delle Aste', le 'Linee Guida della gestione del debito pubblico', il 'Calendario delle aste BOT' e il 'Programma Trimestrale di Emissione'<sup>306</sup>) attraverso cui comunica agli investitori tutte le informazioni necessarie agli investitori per partecipare alle aste. L'efficienza del mercato viene ulteriormente rafforzata dalle caratteristiche delle altre due modalità di emissione: l'utilizzo del Mercato Obbligazionario Telematico (MOT) e il sindacato di collocamento<sup>307</sup>. Il primo aumenta la partecipazione al mercato permettendo l'accesso diretto degli investitori *retail* all'acquisto dei BTPIItalia<sup>308</sup>. Il secondo permette di collocare i titoli attraverso un gruppo di banche che raccoglie direttamente sul mercato gli ordini e le preferenze dagli investitori<sup>309</sup>. Tali preferenze sono comunicate al Tesoro, il quale può immettere sul mercato le tipologie di titoli più richieste, così da ridurre i rischi (e gli annessi i costi) del mancato o parziale collocamento dei titoli.

Infine, la stessa struttura del mercato primario presenta degli aspetti funzionali al buon collocamento dei titoli. Infatti, le barriere all'ingresso (in termini di requisiti tecnici ed operativi) poste agli operatori assicurano che solo intermediari in grado di partecipare attivamente e regolarmente possano accedere al mercato. In secondo luogo, la presenza degli Specialisti in titoli di Stato garantisce la presenza di quantità minima di operatori ad ogni emissione di nuovi titoli, nonché il collocamento sicuro di una buona parte dei titoli. Infatti, ogni Specialista deve sottoscrivere almeno il 3%<sup>310</sup> della quantità di titoli emessi nella sessione. In generale l'effetto combinato di tutti questi elementi crea un mercato primario automatizzato, altamente trasparente e partecipato, in quanto trae beneficio dalla presenza delle grandi banche internazionali di investimento, delle banche nazionali, ma anche degli investitori *retail*.

---

<sup>306</sup> Dipartimento del Tesoro, "Modalità Di Svolgimento Delle Aste".

<sup>307</sup> Dipartimento del Tesoro, "Modalità Di Svolgimento Delle Aste".

<sup>308</sup> Borsa Italiana, "Review dei Mercati 2018," 13

<sup>309</sup> Dipartimento del Tesoro, "Modalità Di Svolgimento Delle Aste".

<sup>310</sup> Art.6.1 Decreto Dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze. n. 993039.

Nel terzo capitolo l'analisi del mercato secondario evidenzia la sua fondamentale per lo Stato, la quale risiede nel fatto che le quotazioni sul mercato secondario influenzano direttamente il prezzo a cui vengono emessi i titoli sul mercato primario. In virtù di questa relazione nasce l'esigenza di mantenere un mercato secondario liquido, in grado di rispondere alle esigenze di liquidità degli investitori e, quindi, garantire un corretto processo di *price discovery* dei titoli presenti sul mercato<sup>311</sup>. Il mercato secondario dei titoli di Stato ha una struttura altamente complessa. Esso è composto da una serie di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) locati non solo in Italia, ma anche in Europa e in America. Una prima divisione attraverso cui è possibile organizzare il mercato è quella tra il segmento *retail* e quello all'ingrosso (composto da piattaforme *inter-dealer* e *dealer-to-customer*)<sup>312</sup>.

Il primo segmento è il più 'semplice' da analizzare, in quanto è composto solamente da tre piattaforme: il mercato regolamentato MOT e le piattaforme di negoziazione multilaterale (MTF) EuroTLX e HiMTF. Dato che quest'ultima piattaforma non mette a disposizione alcun dato riguardo la sua attività, l'analisi si è concentrata solo sulle prime due. Esse sono organizzate secondo il modello *order-driven*, il quale è maggiormente adatto ad attrarre i piccoli investitori. Inoltre, in entrambe è prevista la presenza degli operatori specialisti per il mantenimento di un alto grado di liquidità nel mercato. Le due piattaforme traggono beneficio dalla partecipazione di numerosi intermediari internazionali, i quali non solo agiscono all'interno dei mercati, ma ne sono anche azionisti. Tra di esse è il MOT ad ospitare il maggior volume di scambi, mentre EuroTLX, presenta il vantaggio competitivo di offrire anche un segmento *dealer-to-customer* su cui è possibile fare ordini più grandi rispetto quelli tradizionalmente negoziati sui mercati *retail*<sup>313 314</sup>.

Il segmento all'ingrosso del mercato secondario è quello più complesso. Ai fini dell'analisi esso può essere diviso in due sezioni. La prima è la 'sezione trasparente' ed è composta dalle piattaforme all'ingrosso facenti parte del gruppo MTS (cioè MTS Cash, MTS Repo e MTS BondVision) su cui si negoziano titoli di Stato<sup>315</sup>. La seconda è la 'sezione opaca', che comprende diversi MTF locati in Europa e in America.

Rispetto alla prima sezione, il gruppo MTS ha al vertice la società italiana MTS S.p.a ed è composto da diverse società locate in Italia, Europa e negli Stati Uniti. Esse gestiscono molteplici piattaforme di negoziazione di titoli nazionali e internazionali che, appoggiandosi su un'unica infrastruttura telematica (MilleniumIT), creano un *network* di mercati che costituiscono un unico grande mercato

---

<sup>311</sup> Bernardini, "Il mercato dei titoli di stato."

<sup>312</sup> Dipartimento del Tesoro. "The secondary market for Italian government securities"

<sup>313</sup> 'EuroTLX'

<sup>314</sup> 'MOT'

<sup>315</sup> 'MTS Cash'

pan-europeo su cui i grandi *dealer* nazionali, europei ed extra-europei possono negoziare all'ingrosso i titoli di Stato italiani e altri prodotti finanziari. In questo gruppo, i titoli di Stato italiani sono negoziati nei due mercati regolamentati *inter-dealer* sono MTS Cash e MTS Repo (utilizzato per lo scambio di contratti 'pronti contro il termine') e su BondVision, un MTF *dealer-to-customer*. Esse sono tutte gestite da MTS S.p.a. e sono locate in Italia<sup>316</sup>.

Tali piattaforme si strutturano sia come mercati *order-driven*, che *quote-driven* e sono organizzate per massimizzare la liquidità presente nel sistema. Tale liquidità è garantita da una serie di elementi. Tra essi spicca la grandissima partecipazione dei dealer europei e americani che scambiano costantemente titoli sul mercato, inoltre dal fatto che essi possono agire come *market maker* all'interno del gruppo, rispettando una serie di obblighi posti dalla società. Ad essi bisogna aggiungere la presenza degli investitori istituzionali, i quali possono accedere a BondVision. Infine, dato che le diverse piattaforme condividono la medesima piattaforma telematica, i *dealers* non solo possono accedere a tutti dati sugli scambi che avvengono sui diversi mercati del gruppo, ma soprattutto possono anche scambiare i titoli in contemporanea e con facilità su tutte le diverse piattaforme. La conseguenza è la creazione di un unico grande *pool di liquidità* che si estende su scala mondiale e partecipato dalle grandi società finanziarie globali.

L'analisi dei dati sugli scambi in titoli di Stato che avvengono su MTS 'fotografa' un mercato estremamente liquido e tanto ampio che, secondo alcune stime, assorbe il 70-80% del *market share*<sup>317</sup> del mercato secondario dei titoli di Stato italiani. Tale centralità di MTS all'interno del mercato gli conferisce importanza per il lavoro di vigilanza delle authority, ma anche e soprattutto per l'attuazione delle politiche monetarie della BCE, la quale utilizza BondVision per le operazioni di acquisto/vendita di titoli Stato italiani.

La 'sezione opaca' del mercato è chiamata in questo modo perché è composta da piattaforme che condividono pochissime informazioni riguardanti gli attori che vi operano e le attività che svolgono. Essa merita attenzione perché rappresenta un importante elemento di scarsa trasparenza. Esso è ulteriormente aggravato dal fatto che le piattaforme 'opacizzate' siano all'ingrosso e quindi atte a permettere lo scambio *tranche* di titoli per centinaia di milioni di euro. Di conseguenza le attività che i dealers svolgono in esse sono in grado (almeno teoricamente) di influenzare le quotazioni dei titoli di Stato sul mercato secondario. Tale l'opacità non permette di sapere impedisce di accedere ad una serie di informazioni In primis, se su tali piattaforme ci siano società finanziarie internazionali tanto grandi da poter influenzare direttamente le quotazioni dei titoli di Stato italiani. Inoltre, essa

---

<sup>316</sup> MTS. "Regulatory Structure"

<sup>317</sup> Trovati, "Brexit, pronto il decreto Tria: soluzione ponte per 21 mesi."

rende assolutamente impossibile conoscere i volumi di scambio dei titoli e le vere tendenze del mercato, danneggiando l'attività delle authority di vigilanza. In generale, non permette di comprendere il mercato dei titoli di Stato italiani nel suo complesso.

In questo contesto, l'osservazione 'dall'alto' del mercato dei titoli di Stato nella sua totalità (cioè unendo la sezione 'trasparente' con quella 'opaca') fa emergere una serie di caratteristiche che permettono di eseguire un parziale confronto tra esso e il "meta mercato finanziario" descritto del Professor Di Gaspare in "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria".

Infatti, è possibile immaginare il mercato dei titoli di Stato come un unico sistema globale interconnesso, in cui i maggiori *player* sono i pochi conglomerati finanziari (*dealer*) tanto grandi da poter avere l'accesso al mercato all'ingrosso. Essi, attraverso diverse piattaforme 'trasparenti' del gruppo MTS, delle piattaforme 'opache', nonché del mercato *Over-The-Counter*, hanno la possibilità di scambiare costantemente tra di loro i titoli all'ingrosso su scala globale, in tempi brevissimi. Si viene a creare una sorta di spazio virtuale in cui i pochi grandi *dealer* possono scambiare titoli di Stato "una zona senza frontiere e senza soluzioni di continuità"<sup>318</sup>. In tale contesto nasce un problema: le grandi società finanziarie potrebbero avere la possibilità di agire simultaneamente attraverso i diversi canali di scambio andando a influenzare (o addirittura manipolare) il rendimento dei diversi titoli. In future ricerche potrebbe essere interessante andare a 'testare' la veridicità di questa teoria, la quale però necessita anche delle informazioni riguardanti le attività che si svolgono attraverso le piattaforme 'opache' del mercato per essere verificata.

Nell'ultimo capitolo lo studio degli assetti societari dei mercati della 'sezione trasparente' del mercato secondario (cioè il gruppo MTS e le due piattaforme *retail* MOT e EuroTLX) evidenzia come tutti questi mercati siano 'concentrati' in un unico gruppo: il London Stock Exchange Group, società londinese che gestisce la Borsa di Londra.

La dinamica storica ha portato a tale situazione, evidenzia come il processo di 'concentrazione' sia proceduto per *step*. Inizialmente le due società di gestione dei mercati su cui transitano titoli di Stato Italiani erano due: MTS S.p.a. (per il gruppo MTS) e Borsa Italiana S.p.a. (per il MOT).

Essa vengono privatizzate tra il 1997 e 1998 per effetto della 'Decreto Eurosim'<sup>319</sup>. Nel 2006 avviene un primo processo di concentrazione con Borsa Italiana che acquisisce la maggioranza di MTS. Successivamente, il legame tra il mercato dei titoli di Stato e Londra si salda l'anno seguente, quando Borsa Italiana viene incorporata dal London Stock Exchange (il quale prende il nome di London Stock Exchange Group). Infine, all'attuale del mercato si arriva nel 2013, con la presa di EuroTLX

---

<sup>318</sup> Di Gaspare, "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria", 145-153.

<sup>319</sup> "Borsa Italiana S.p.a."

da parte di Borsa Italiana. L'analisi ha evidenziato il forte legame tra il mercato dei titoli di Stato e Londra, in virtù del quale sono state esplorate le prospettive *post-Brexit* per il mercato. Da quanto osservato la Brexit non dovrebbe avere un effetto negativo tale da permettere al Governo di utilizzare i poteri di *Golden Power*<sup>320</sup> per nazionalizzare Borsa Italiana. Esso, molto probabilmente, rimarrà sotto il controllo inglese.

Tuttavia, la *Brexit* ha già avuto un effetto sul mercato dei titoli di Stato, causando lo spostamento della piattaforma EBM (parte di MTS Cash) da Londra a Milano nel marzo 2019<sup>321</sup>, la quale era l'unica piattaforma per la negoziazione dei titoli di Stato italiani che era locata all'estero. Si crea così una situazione in cui tutte le piattaforme che 'ospitano' transazioni di titoli pubblici italiani hanno sede nel Paese. Infine, uno dei grandi rischi della *Brexit* è che essa causi un forte shock al mercato, a causa del fatto che gli intermediari finanziari inglesi (fondamentali per il mantenimento della liquidità) dovrebbero essere ri-autorizzati ad operare. Tuttavia, il MEF starebbe lavorando alla stesura 'Decreto *Brexit*'<sup>322</sup>, il quale dovrebbe garantire la continuazione dell'operatività di tali intermediari anche in caso dell'uscita del Regno Unito dall'Europa senza accordo.

Dato l'insieme di questi tutti questi elementi è possibile concludere che, con molta probabilità, il mercato dei titoli di Stato italiani non subirà cambiamenti radicali atti a comprometterne la stabilità nel caso in cui il Regno Unito decida di uscire dall'Unione Europea.

---

<sup>320</sup> Alvaro, Lamandini, Police e Tarola. "Quaderni Giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica", 62.

<sup>321</sup> Cellino, "Effetto Brexit, due piattaforme Mts per lo scambio titoli trasferite a Milano".

<sup>322</sup> Trovati, "Brexit, pronto il decreto Tria: soluzione ponte per 21 mesi."

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E SITOGRAFICI

Alvaro, Lamandini, Police e Tarola. “Quaderni Giuridici: La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica”. *Consob*. Febbraio 2019.

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/qg20.pdf/05a6ed5f-7c38-43be-a44a-39c36180710f>

Banca D'Italia, “Aste in titoli di Stato e altre operazioni per conto del Tesoro.” Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/>

Banca D'Italia. *Bollettino Trimestrale N° 81*. Aprile 2019.

[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/bollettino\\_trimestrale/Bollettino\\_trimestrale\\_-\\_1x\\_trimestre\\_2019.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/bollettino_trimestrale/Bollettino_trimestrale_-_1x_trimestre_2019.pdf)

Banca D'Italia, “Mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro.” Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/>

Banca D'Italia. *Pubblicazione Mercato finanziario*. 15 aprile 2019.

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2017/rel\\_2017.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2017/rel_2017.pdf)

Banca D'Italia. *Relazione Annuale 2017*. 29 maggio 2018.

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/mercato-finanziario/2019-mercato-finanziario/statistiche\\_MFN\\_20190415.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/mercato-finanziario/2019-mercato-finanziario/statistiche_MFN_20190415.pdf)

Banca D'Italia. *Relazione Annuale 2018*. 31 maggio 2019.

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/rel\\_2018.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/rel_2018.pdf)

Bankpedia. “Borsa Italiana S.p.a.” Ultima cons.10 giugno 2019,

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/home-page-it?id=18798>

Bankpedia. “Enciclopedia: MTS.” Ultima cons.10 giugno 2019.

<http://bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21224-mts>

Bankpedia. “Mercato telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato.” Ultima cons.10 giugno 2019. <http://bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21212-mot>

Bernadini, S. “Il mercato dei titoli di stato.” *Analisi, Osservatorio dei Conti Pubblici Italiani*, 21 Marzo 2019. [https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Mercato\\_titoli\\_Stato.pdf](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Mercato_titoli_Stato.pdf)

Bini, F. “Chi ha in mano il debito pubblico italiano: l'evoluzione in 30 anni.” *Repubblica*, 30 Maggio 2018.

[https://www.repubblica.it/economia/2018/05/29/news/chi\\_detiene\\_il\\_debito\\_publico\\_italiano\\_30\\_anni\\_di\\_cambiamenti-197562983/](https://www.repubblica.it/economia/2018/05/29/news/chi_detiene_il_debito_publico_italiano_30_anni_di_cambiamenti-197562983/)

Borsa Italiana. “Brochure MOT ed ExtraMOT” Ultima cons.10 giugno 2019.

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ititolidistatoitaliani/ititolidistatoitaliani.htm>

Borsa Italiana. *Comunicato Stampa: Borsa Italiana Acquista Il 51% Di Mbe Holding*. 17 settembre 2007. <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070917closingmts.htm>

Borsa Italiana. *Comunicati Stampa: Borsa Italiana Adotta Nuova Piattaforma Millennium*. 25 giugno 2012. [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070623announcementita\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070623announcementita_pdf.htm)

Borsa Italiana. *Comunicati Stampa: Borsa Italiana and London Stock Exchange Combine*. 1 ottobre 2007. [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/borsalsecombine\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/borsalsecombine_pdf.htm)

Borsa Italiana. *Comunicati Stampa: Borsa Italiana Ha Firmato Il Contratto Per L'acquisizione*. 3 agosto 2007. <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070803mts.htm>

Borsa Italiana. *Comunicati Stampa: La Nuova Struttura Organizzativa Di Borsa Italiana E London Stock Exchange*. 10 Dicembre 2007. [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/071210nuovastruttura\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/071210nuovastruttura_pdf.htm)

Borsa Italiana. *Comunicato Stampa: L'alleanza tra Borsa Italiana ed Euronext acquisisce la maggioranza di MTS*. 1 luglio 2005. [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2005/biteuronextmts\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2005/biteuronextmts_pdf.htm)

Borsa Italiana. *Comunicati Stampa: L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo*. 23 giugno 2007. [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070623announcementita\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070623announcementita_pdf.htm)

Borsa Italiana. “Formazione: Il MOT.” Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ilmercatomot-lastrutturaeilecaratteristicheedelmercato/ilmot-strutturaesegmentazione.htm>

Borsa Italiana. “Glossario Fianziario: Il Mercato all’Ingrosso dei Titoli di Stato.” Ultima cons.12 giugno 2019. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-all-ingrosso-dei-titoli-di-stato.html>

Borsa Italiana. “Glossario Fianziario: MOT.” Ultima cons.12 giugno 2019. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mot.html?lang=it>

Borsa Italiana. “History Tour: dal 1998 a oggi”. Ultima cons.12 giugno 2019. <https://www.historytour.it/?idp=s&ids=9>

Borsa Italiana. “History Tour: gli antecedenti”. Ultima cons.12 giugno 2019. <https://www.historytour.it/?idp=s&ids=10&iddoc=55&tipodoc=articolo>

Borsa Italiana. “I titoli di stato italiani.” Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ititolidistatoitaliani/ititolidistatoitaliani.htm>

Borsa Italiana. “La Privatizzazione della Borsa e il nuovo Quadro normativo”. Ultima cons.10 giugno 2019.

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mediaitaliano/fatticifre/1998/cap212296.pdf>

Borsa Italiana. “Le tipologie di titoli di stato italiani.” Ultima cons.10 giugno 2019,

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ititolidistatoitaliani/letipologiedititolidistatoitaliani/letipologiedititolidistatoitaliani.htm>

Borsa Italiana. “Mercato Quote Driven.” Ultima cons.10 giugno 2019.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-quote-driven.html>

Borsa Italiana. “Mercato Retail.” Ultima cons.10 giugno 2019.

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

Borsa Italiana. “Mot E Extramot - Operatori Aderenti Al Mercato.” Ultima cons.10 giugno 2019.

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/marketmembers.htm>

Borsa Italiana. “MTF.” Ultima cons.10 giugno 2019.

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

Borsa Italiana. “Premio al rischio.” Ultima cons.10 giugno 2019.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/premio-al-rischio.html>

Borsa Italiana. “Review dei Mercati 2018.” Comunicato Stampa. 28 dicembre 2018.

[https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2018/review-mercati-2018\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2018/review-mercati-2018_pdf.htm)

Borsa Italiana. “Specialisti E Specialisti In Acquisto Su Mot Ed Extramot.” Ultima cons.10 giugno 2019,

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/specialistiespecialistiinacquisto/specialistieoperatoriinacquistosulmercatomot.htm>

Borsa Italiana. *Statistiche Mercati Fixed Income 2018*. Dicembre 2018.

[https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/motstat/2018/motstat201812\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/motstat/2018/motstat201812_pdf.htm)

Borsa Italiana. *Statistiche Mercati Fixed Income 2019*. Aprile 2018.

[https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/motstat/2019/motstat201904\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/motstat/2019/motstat201904_pdf.htm)

Borsa Italiana. “Ufficio Stampa: la Storia”. Ultima cons.10 giugno 2019.

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/media-kit/storia/storia.htm>

Cellino, M. “Brexit, le piattaforme per lo scambio dei titoli di Stato tornano in Italia”. *Repubblica*, 20 novembre 2018.

[https://www.repubblica.it/economia/finanza/2018/11/20/news/brexit\\_le\\_piattaforme\\_per\\_lo\\_scambio\\_dei\\_titoli\\_di\\_stato\\_tornano\\_in\\_italia-212129258/](https://www.repubblica.it/economia/finanza/2018/11/20/news/brexit_le_piattaforme_per_lo_scambio_dei_titoli_di_stato_tornano_in_italia-212129258/)

Cellino, M. “Effetto Brexit, due piattaforme Mts per lo scambio titoli trasferite a Milano”.

*Sole24Ore*, 20 novembre 2018. <https://iusletter.com/oggi-sulla-stampa/effetto-brexit-due-piattaforme-mts-lo-scambio-titoli-trasferite-milano/>

Cellino, M. “Mts, quanto vale lo scrigno che custodisce i BTp”. *Sole24Ore*, 28 febbraio 2017. <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-02-28/una-montagna-alta-44mila-miliardi-dollari-ecco-mappa-debito-pubblico-mondiale-104035.shtml?uuiid=AEyJsze>)

Cellino, M. “Una montagna alta 44mila miliardi di dollari. Ecco la mappa del debito pubblico mondiale”. *Sole24Ore*, 28 febbraio 2017. <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-02-28/una-montagna-alta-44mila-miliardi-dollari-ecco-mappa-debito-pubblico-mondiale-104035.shtml?uuiid=AEyJsze>)

Consob. “La vigilanza sui mercati”. Ultima cons.11 giugno 2019. <http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-sui-mercati>

Decreto Legislativo n. 415 del 23 Luglio 1996.

Di Gaspare, G. “Funambolismi di finanza pubblica: il nuovo art. 81 Costituzione e la legge di stabilità”. *Amministrazione in Cammino*, 28.03.2016. <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2016/03/Di-Gaspare-funambolismi.pdf>

Di Gaspare, G. “Introduzione allo studio dei mercati mobiliari”. *Amministrazione in Cammino*, 29 maggio 2011. [http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2011/04/GDG\\_Introduzione\\_Mercati-Finanziari\\_agg\\_2000.pdf](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2011/04/GDG_Introduzione_Mercati-Finanziari_agg_2000.pdf)

Di Gaspare, G. “La fabbrica dei derivati”. *Amministrazione in Cammino*, 04.08.2016. <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2016/03/Di-Gaspare-funambolismi.pdf>

Di Gaspare, G. *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*. Ed. Lavis (TN): CEDAM, 2015

Dipartimento del Tesoro. *BTP Italia*. 2019. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/BTP\\_Italia\\_-\\_pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/titoli_di_stato/BTP_Italia_-_pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Buoni Del Tesoro Poliennali Indicizzati All'inflazione Europea*. 2019. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/BTP\\_Ei\\_-\\_Indicizzato\\_allxinflazione\\_europea.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/titoli_di_stato/BTP_Ei_-_Indicizzato_allxinflazione_europea.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Buoni Poliennali del Tesoro*. 2019. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/BTP\\_P.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/titoli_di_stato/BTP_P.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Certificati di Credito del Tesoro*. 2019. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/CC\\_T\\_.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/titoli_di_stato/CC_T_.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Certificati Di Credito Del Tesoro Indicizzati All'euribor 6 Mesi*. 2019. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/CC\\_Teu.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/titoli_di_stato/CC_Teu.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Certificati del Tesoro Zero Coupon*. 2019. [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/CT\\_Z.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/titoli_di_stato/CT_Z.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Come investire in Titoli di Stato*. 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/titoli\\_di\\_stato/Come\\_investire\\_in\\_titoli\\_di\\_Stato.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/titoli_di_stato/Come_investire_in_titoli_di_Stato.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Composizione dei Titoli di Stato al 30 Aprile 2019*. 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/composizione\\_titoli\\_stato/Composizione\\_dei\\_Titoli\\_di\\_Stato\\_in\\_Circolazione\\_al\\_30.04.2019.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/composizione_titoli_stato/Composizione_dei_Titoli_di_Stato_in_Circolazione_al_30.04.2019.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato*. 8 aprile 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/elenco\\_specialisti/Elenco\\_degli\\_Specialisti\\_in\\_titoli\\_di\\_Stato\\_-\\_Dal\\_8\\_Aprile\\_2019.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/elenco_specialisti/Elenco_degli_Specialisti_in_titoli_di_Stato_-_Dal_8_Aprile_2019.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Esempio di Assegnazione BOT in Asta*. 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/titoli\\_di\\_stato/Esempio\\_di\\_assegnazione\\_BOT.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/titoli_di_stato/Esempio_di_assegnazione_BOT.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Gli Specialisti in titoli di Stato*. 2018.  
[http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/specialisti\\_titoli\\_di\\_stato/Gli-Specialisti-in-Titoli-di-Stato.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/debito_publico/specialisti_titoli_di_stato/Gli-Specialisti-in-Titoli-di-Stato.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Graduatoria degli Specialisti in Titoli di Stato Anno 2018*. 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/graduatoria\\_specialisti/Graduatoria\\_Specialisti\\_in\\_Titoli\\_di\\_Stato\\_Anno\\_2018.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/graduatoria_specialisti/Graduatoria_Specialisti_in_Titoli_di_Stato_Anno_2018.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Modalità Di Svolgimento Delle Aste*. 2018.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/normativa\\_spalla\\_destra/Modalitx\\_di\\_svolgimento\\_delle\\_aste.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/normativa_spalla_destra/Modalitx_di_svolgimento_delle_aste.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Operatori Abilitati*. 2018.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/titoli\\_di\\_stato/Operatori\\_abilitati.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/titoli_di_stato/Operatori_abilitati.pdf)

Dipartimento del Tesoro. *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*. 25 giugno 2018.  
[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/compendio\\_tuif/Regolamento\\_dei\\_mercati\\_organizzati\\_e\\_gestiti\\_da\\_Borsa\\_Italiana\\_Spa\\_x\\_in\\_vigore\\_dal\\_25\\_giugno\\_2018x.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/Regolamento_dei_mercati_organizzati_e_gestiti_da_Borsa_Italiana_Spa_x_in_vigore_dal_25_giugno_2018x.pdf)

Dipartimento del Tesoro. “The secondary market for Italian government securities.” Presentazione alla World Bank Conference, Washington DC, 2017.  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/titoli\\_di\\_stato/Operatori\\_abilitati.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/titoli_di_stato/Operatori_abilitati.pdf)

EuroTLX. “Aderenti a EuroTLX”. Ultima cons.10 giugno 2019.  
<https://www.eurotlx.com/it/Aderenti>

EuroTLX. “Chi siamo”. Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.eurotlx.com/it/chi-siamo>

EuroTLX. “Euro TLX Strumenti.” Ultima cons.10 giugno 2019.  
<https://www.eurotlx.com/it/strumenti>

- EuroTLX. *Market structure and strategic developments*. 2018.  
[https://www.eurotlx.com/sites/default/files/EuroTLX%20-%20LSE%20-%20ENG\\_FY\\_2018.pdf](https://www.eurotlx.com/sites/default/files/EuroTLX%20-%20LSE%20-%20ENG_FY_2018.pdf)
- EuroTLX. *Market Statistics*. Aprile 2019.  
[https://www.eurotlx.com/sites/default/files/ETLX\\_Stat\\_201904eng.pdf](https://www.eurotlx.com/sites/default/files/ETLX_Stat_201904eng.pdf)
- EuroTLX. “Tecnologia”. Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.eurotlx.com/it/tecnologia>
- Franceschini, A. “Bond e spread, ecco chi detiene il debito pubblico italiano”. *IlSole24Ore*, 17 maggio 2018. <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-05-16/bond-e-spread-ecco-chi-detiene-debito-pubblico-italiano-205510.shtml?uuid=AENAiYpE>
- Garbi, G. “Questo È Il Mercato Odierno Dei Titoli Di Stato”. Intervista.  
<https://www.specchioeconomico.com/200702/garbi.html>
- IlSole24Ore. “Borsa italiana: dal cda via libera all'intesa con London Stock Exchange”.  
*IlSole24Ore*. 25 giugno 2007.  
<https://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2007/06/borsa-italiana-lse.shtml?uuid=6486721e-208b-11dc-931b-00000e251029>
- Istat. *Notifica Dell'indebitamento Netto E Del Debito Delle Amministrazioni Pubbliche Secondo Il Trattato Di Maastricht*. 23 aprile 2019.  
[https://www.istat.it/it/files//2019/04/Notifica\\_23\\_04\\_2019.pdf](https://www.istat.it/it/files//2019/04/Notifica_23_04_2019.pdf)
- Longo, M. “Debito italiano, banche francesi i più importanti creditori esteri.” *IlSole24Ore*, 10 febbraio 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-02-08/debito-italiano-banche-francesi-piu-importanti-creditori-esteri-210745.shtml?uuid=AFGLy6K&fromSearch>
- Longo, M. “Il problema dei mercati è l'opacità «fuori-Borsa»” *IlSole24Ore*, 14 ottobre 2012.  
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-10-14/problema-mercati-opacita-fuoriborsa-151313.shtml?uuid=AbaTjvsG>
- LSEG. “Cassa Compensazione e Garanzia”. Ultima cons.10 giugno 2019.  
<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/post-trade-services/ccp-services/ccg-italian-version/prodotti-e-servizi>
- LSEG. “Monte titoli, chi siamo”. Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.lseg.com/markets-products-and-services/post-trade-services/monte-titoli/italiano/chi-siamo>
- LSEG. “Struttura del gruppo”. Ultima cons.10 giugno 2019. <https://www.lseg.com/it/markets-products-and-services/post-trade-services/ccp-services/ccg/about-ccg-s-p/group-structure>
- LSEG. “Substantial Shareholders”. Ultima cons.10 giugno 2019  
<https://www.lseg.com/investor-relations/shareholder-services2/shareholders>
- LSEG. “What we do”. Ultima cons.10 giugno 2019.  
<https://www.lseg.com/about-london-stock-exchange-group/what-we-do>
- Marattin, L. “Chi specula sullo spread.” *Linkiesta*, 05 gennaio 2014.  
<https://www.linkiesta.it/it/article/2014/01/05/chi-specula-sullo-spread/18744>
- Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Carta Commerciale*. 31 Dicembre 2014.

[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/statistiche/Commercial\\_Paper\\_31-12-14\\_it.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/statistiche/Commercial_Paper_31-12-14_it.pdf)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Decreto del Ministeriale n.216 del dicembre 2009.*

Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Decreto Dirigenziale n. 993039 del novembre 2011.*

Ministero dell'Economia e delle Finanze. "Emissioni Global." Ultima cons.10 giugno 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/emissioni\\_sui\\_mercati\\_internazionali/comunicazioni\\_global.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/emissioni_sui_mercati_internazionali/comunicazioni_global.html)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. "Emissioni MTN." Ultima cons.11 giugno 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/emissioni\\_sui\\_mercati\\_internazionali/comunicazioni\\_mtn.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/emissioni_sui_mercati_internazionali/comunicazioni_mtn.html)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Il debito pubblico. 2018.*  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risorse\\_correlate/Andamento\\_e\\_composizione\\_del\\_Debito\\_Pubblico\\_al\\_31.12.2018\\_.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risorse_correlate/Andamento_e_composizione_del_Debito_Pubblico_al_31.12.2018_.pdf)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. "Il Programma di Carta Commerciale." Ultima cons.11 giugno 2019.  
[http://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/emissioni\\_sui\\_mercati\\_internazionali/il\\_programma\\_di\\_carta\\_commerciale.html](http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_sui_mercati_internazionali/il_programma_di_carta_commerciale.html)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. "Il Programma Global Bond." Ultima cons.10 giugno 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/emissioni\\_sui\\_mercati\\_internazionali/il\\_programma\\_global\\_bond.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/emissioni_sui_mercati_internazionali/il_programma_global_bond.html)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. "Il Programma di Prestiti a Medio Termine." Ultima cons.11 giugno 2019.  
[http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/emissioni\\_sui\\_mercati\\_internazionali/il\\_programma\\_di\\_prestiti\\_a\\_medio\\_termine.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/emissioni_sui_mercati_internazionali/il_programma_di_prestiti_a_medio_termine.html)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Linee guida della gestione del debito pubblico 2019. 2018.*  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/Linee\\_Guida\\_della\\_Gestione\\_del\\_Debito\\_Pubblico\\_-\\_Anno\\_2019.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Linee_Guida_della_Gestione_del_Debito_Pubblico_-_Anno_2019.pdf)

Ministero dell'Economia e delle Finanze. *Rapporto sul debito pubblico 2017. 26 Luglio 2018.*  
[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/Rapporto\\_sul\\_Debito\\_Pubblico\\_2017.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Rapporto_sul_Debito_Pubblico_2017.pdf)

Morici, M. "Debito pubblico: gli stranieri che hanno in mano l'Italia." *Panorama*, 20 febbraio 2017,  
<https://www.panorama.it/economia/euro/debito-pubblico-stranieri-mano-italia/>

MTS. "About us". Ultima cons.11 giugno 2019.  
<https://www.mtsmarkets.com/about-us>

MTS. "Company Timeline". Ultima cons.11 giugno 2019.  
<https://www.mtsmarkets.com/about-us/company-timeline>

MTS. *Discover MTS BondVision*. 2018.

[https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/mts/Documents/Brochures/MTS\\_0484\\_MTS\\_bondvision\\_brochure\\_%20NEW%20LOGO-WEB-v30%5B2%5D.pdf](https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/mts/Documents/Brochures/MTS_0484_MTS_bondvision_brochure_%20NEW%20LOGO-WEB-v30%5B2%5D.pdf)

MTS. *Discover MTS Cash*. 2018.

[https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/mts/Documents/Brochures/MTS\\_0710\\_MTS%20Cash\\_MTS%20Cash%20Brochure-%20NEW%20LOGO\\_V9\\_WEB\\_0.pdf](https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/mts/Documents/Brochures/MTS_0710_MTS%20Cash_MTS%20Cash%20Brochure-%20NEW%20LOGO_V9_WEB_0.pdf)

MTS. “EBM”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-cash/ebm>

MTS. *Factsheet: EBM*. 2018.

[https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/MTS\\_0494\\_MTS\\_Cash\\_EBM\\_Factsheet\\_NEWLOGO\\_V12.pdf](https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/MTS_0494_MTS_Cash_EBM_Factsheet_NEWLOGO_V12.pdf)

MTS. *Factsheet: MTS Shareholders*. Aprile 2019.

[https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/Shareholders\\_Factsheet%20-%202019.pdf](https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/Shareholders_Factsheet%20-%202019.pdf)

MTS. *Istruzioni per Mercato Regolamentato all’Ingrosso (Cash e Repo) dei Titoli di Stato*. 21 febbraio 2018.

<https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/MTS%20Italy%20Istruzioni%200%2006.03.2019.pdf>

MTS. “MTS BondVision”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-bondvision/about-mts-bondvision>

MTS. “MTS BondVision: Credit”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-bondvision/10-reasons-choose-mts-bondvision/3-credit>

MTS. “MTS Cash: Liquidity”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-cash/10-reasons-choose-mts-cash/2-liquidity>

MTS. “MTS Cash: Regulation And Compliance”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/node/20227>

MTS. “MTS Corporate Information”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/about-us/corporate-information>

MTS. “MTS Corporate Structure”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/about-us/corporate-structure>

MTS. “MTS Repo”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-repo/repo-markets>

MTS. “MTS Repo: Global Collateral Management”. Ultima cons.11 giugno 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/node/22493>

MTS. *Regolamento del Mercato Regolamentato All'ingrosso (Cash E Repo) Dei Titoli Di Stato*. 25 settembre 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/MTS%20Italy%20Regolamento%20effective%20as%20of%2013%20February%202019%20%20version%2025.%2002%202019%20clean.pdf>

MTS. *Regulatory Structure*. 8 maggio 2019.

<https://www.mtsmarkets.com/sites/default/files/content/documents/Regulatory%20Structure%20May%202019.pdf>

Olivieri, A. "Brexit apre il caso Piazza Affari. Le mire di Parigi e Francoforte su Borsa italiana". *IlSole24Ore*. 02 marzo 2019.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-03-01/brexit-apre-caso-piazza-affari-mire-parigi-e-francoforte-borsa-italiana-211826.shtml?uuid=ABKTjoZB>

Olivieri, A. "Brexit, Borsa Spa resterà inglese". *IlSole24Ore*. 19 Febbraio 2019.

<https://iusletter.com/oggi-sulla-stampa/brexit-borsa-spa-restera-inglese/>

Olivieri, A. "Piazza Affari diventa il centro degli scambi sui bond governativi." *IlSole24Ore*. 18 dicembre 2018.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-12-18/piazza-affari-diventa-centro-scambi-bond-governativi--171811.shtml?uuid=AEnoNR1G>

Rosca e Mehmood. "French, Spanish banks most exposed to Italian bonds outside Italy." *S&P Global Market Intelligence*, 18 Maggio 2018,

<https://platform.mi.spglobal.com/web/client?auth=inherit&sf190094156=1#news/article?id=44653885&cdid=A-44653885-10794>

Sala, C. "Chi sostiene il debito pubblico italiano." *Today*, 05 giugno 2018.

<http://www.today.it/economia/chi-sostiene-il-debito-pubblico-italiano.html>

Treccani, s.v. "pronti contro il termine," *Ultima cons.* 9 giugno 2019,

<http://www.treccani.it/enciclopedia/pronti-contro-termini/>

Trogni, L. "Lse acquisisce Eurotlx per 40 mln da Banca Imi e Unicredit". maggio 2013.

<https://it.reuters.com/article/idITL6N0DO2TV20130507>

Trovati, G. "Derivati del Tesoro, tutto legittimo." *IlSole24Ore*, 08 marzo 2019.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-03-07/derivati-tesoro-tutto-legittimo-195712.shtml?uuid=AB39OmbB>

Trovati, G. "Brexit, pronto il decreto Tria: soluzione ponte per 21 mesi." *IlSole24Ore*. 13 gennaio 2019.

<https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2019-01-13/brexit-pronto-decreto-tria-soluzione-ponte-21-mesi-100125.shtml?uuid=AE5PduDH>

## ABSTRACT

The objective of this thesis is to give a framework of the structure and the functioning of the Italian government bond market, through the analysis of primary and secondary markets' characteristics and the relationship between them. In addition, the thesis wants to reconstruct the historical path that has brought the Italian government market to its actual configuration.

In the first chapter, the study has shown the heterogeneity of the different typologies of Italian government bonds emitted by the Republic of Italy. The *ratio* of the variety relies into the Treasury's necessity to maximize the placement of the bonds by accommodating the needs of the different national, European and international investors. Indeed, the Republic issues either domestic bonds (for the Italian and European market), either international bonds directed to the Asian and American investors. Concerning the domestic bonds, the investors have the opportunity to choose among seven typologies of bonds characterized by different durations (between 3 month and 50 years) and different payment systems.

The study of the Italian debt characteristics implemented in the second part of the chapter shows the importance of the government bond within the debt stock. Indeed, they constitute the 84% of the third largest debt in the world. This information evidences that the bond market is one of the broadest worldwide. The 97,96% of the circulating-bonds is composed by domestic one, more specifically BTPs are the most used (71% of the circulating-bonds). Finally, the 35% of all the issued bonds are owned by international actors, which shows an extremely internationalized market featured by the participation of foreign banks and enterprises. Indeed, the most important owners are in French (in which are owned one third of the all the foreign-owned government bonds), followed by Germany and Spain. To summarize, the first chapter pictured a market extremely broad, strongly internationalized and composed by a great variety of bonds.

In the second chapter, the analysis of the primary markets evidenced its fundamental task in guarantying the placement of the amount of bonds necessary to meet the financial needs of the State, which must occur at a sustainable price for the public debt. The entire structure and functioning of the market is based upon this necessity. Indeed, the Treasury's most used methodology of issuance is the public auction, which has a number of advantages useful to achieve a successful placement. First, it is electronically and completely automatized, giving the possibility to the investors to send their purchase orders from all over the world. This increased the market's operational efficiency and

enlarges the number of both the national and international investors. Moreover, it also strengthens the security and the transparency of the market, increasing the informative efficiency.

Second, the public auction allows a precise and regular planification of the placement's sessions, further increasing the number of operators investing in the market. Indeed, the Treasury publishes every year some documents (the 'Calendario annuale delle Aste', the 'Linee Guida della gestione del debito pubblico', the 'Calendario delle aste BOT' and the 'Programma Trimestrale di Emissione') that informs the investors about all the information they need to know in order to invest in the Italian government market. For example, it informs them about the typology and the quantity of the bonds issued during the years, as well as the date of the sessions.

Additionally, the efficiency of the Italian primary government bond market is increased by the features of the other two methodologies of issuance: the usage of the Mercato Telematico Obbligazionario (an electronic trade platform); and the 'sindacato di collocamento'.

The first one increases the investors' participation in the market, allowing the retail investors to directly buy a specific type of government bonds: the BTP Italia. While the second allows the placement of the bonds through a banks' group. It previously collects the purchase orders and preferences of the investors. Then, it transmits the information to the Treasury, which is able to understand the characteristics of the government-bond-demand in order to issue the most-demanded bonds and, thus, reducing the possibility of bad placements.

Finally, the very primary-market-structure offers some characteristics functional at the successful placement of the newly-issued government bonds. Indeed, the entry barriers of the market (in terms of technical and operational requirements) ensure the possibility to participate at the market only to the most active and developed operators. Moreover, the presence of the 'Specialisti in Titoli di Stato' guarantees both the sure participation to every placement session by a number of actors; and the placement of a large part of the newly-issued bonds in any auction. Indeed, every 'Specialista' has to subscribe at least the 3% of the quantity of bond issued in a given auction.

To sum up, all the features analyzed form a highly automatized and transparent primary market, characterized by the presence of many international investment banks, national banks, but also retail investors.

In the third chapter, the analysis of the secondary market of the Italian government bond underlines its importance for the State. Indeed, the bond's quotation on the secondary market influences the quotations of them in the primary market and, thus, the price the State has to pay for the issuance of new bonds. Given this relation, the State has the necessity to maintain the secondary market as liquid

as possible, so that it can fulfil its task to meet the liquidity needs of the investors. Indeed, only in this way a correct bond-price-discovery process is ensured.

The Italian secondary-government-bond-market has an extremely complex structure. It is composed by many different regulated markets and multilateral trading facilities located not only in Italy, but also in Europe and United States. It is possible to divide the market into two segments: the retail segment and the wholesale one (which is composed by both inter-dealer e dealer-to-customer platforms).

The first segment is the simplest. It is just composed by three platforms: the regulated market MOT and the two multilateral trading facilities (MTF) EuroTLX and HiMTF. The analysis is focused only on the in the first two, because HiMTF does not share any information about its activities.

The MOT and EuroTLX are both based on an order-driven structure, which is the most useful to attract retail investors. They both have the presence of the special operators ('Specialisti') to provide liquidity to the system. Moreover, the two platforms host the trades of many international financial intermediaries. These intermediaries not only operate in markets, but also own a proportion of the shares of the societies that manage those platforms. Finally, the retail segment is characterized by a high technological level. Within the retail segment, the MOT hosts a greater trade flows, but EuroTLX has a competitive advantage due to the fact that it owns a dealer-to-costumer platform that allows bigger bond-orders.

The wholesale segment of the market is most complex one. For the analysis, is possible to divide it into two sections. The first is the 'transparent section' and is composed by all the wholesale platforms parts of the MTS group (MTS Cash, MTS Repo e MTS BondVision) in which Italian government bonds are traded. The second part is the 'dark section' and it is composed many MTF located in either Europe or US.

Regarding the first section, the MTS group is consisting in several societies which manage the platforms that form the market. This societies are located in Italy, Europe and in US and are headed by MTS S.p.a.. These societies manage different trading platforms that, using the same electronic infrastructure (Millenium IT), create a network of platforms that build a unified wholesale pan-European market in which both Italian and international actors can trade Italian government bonds and other financial products. Specifically, the Italian government bonds are traded in the two regulated markets MTS Cash and MTS Repo (used for the repo contracts) and in the MTF dealer-to-customer BondVision. They are organized as both *order-driven*, and *quote-driven* markets, with the aim to maximize the liquidity of the system. Liquidity is ensured by a series of factors.

Firstly, the presence of European and American dealers that constantly trade bonds in the market increases the liquidity, which is further strengthened by the possibility of the dealers to act as market

makers by following specific rules imposed by MTS. Moreover, the possibility of the institutional investors to operate in the MTF dealer-to-customer BondVision increase the liquidity of the system. Furthermore, it is further boosted by the fact that the different platforms share the same telematic infrastructure, which allows the operators not only to consult data about the trades, but also to easily and quickly trade bonds through the different markets of the group. The consequence is the creation of a huge liquidity-pool that extends on a global scale.

The analyses of the MTS group's trade-flow-data group describes a worldwide market characterized by a high level of liquidity. It has a central position within the Italian government market, that gives to it importance not only for the authorities' supervision actions, but also for the implementation of the ECB's monetary policies. Indeed, it uses BondVision to carry out purchase/sell transaction of Italian government bonds.

The 'dark section' of the secondary market is called in this way because it is composed by platforms that do not share any information about the actors that operate in it and the trades that occur in them. It represents an important issue of non-transparency, which is further worsened by the fact that those platforms are wholesale, through which are traded tranches of bonds for hundreds of millions of euros. Consequently, the activities that the big dealers carry out in could be able to influence the government bonds quotation on the secondary market and, thus, the cost paid by the State for the emission of new bonds. Hence, this 'darkness' does not allow to know the eventual presence of society as important for the market that are able to directly influence the quotation of the bonds on the secondary market. Finally, it makes impossible to reconstruct the real volumes and tendencies of the market, damaging the authorities' supervision actions. In general, this section does not allow to completely understand the Italian government bond on the whole.

In this context, the observation 'from above' of the Italian government bond (considered as the combination of its two parts) allows to understand some common features, that enable a partial comparison among it and the "meta-mercato finanziario" described by the Professor Giuseppe di Gaspare in the book "Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria". Indeed, it is possible to theorize the market as a world-wide, unified and interconnected system, in which the major players are few financial conglomerates (dealers) big enough to have access to wholesale trades. They have the possibility to trade huge tranches of bonds worldwide and in a very short time, using both the 'transparent' platforms of the MTS group, the 'dark' ones, and the OTC market. A 'virtual space' is created, in which the dealers can constantly trade bonds in "a zone without frontiers and continuity solutions". In this context, a problem arises: the big financial societies could have the possibility to act simultaneously in the different trade channels in order to influence (or even manipulate) the

quotations of the bonds. This only a theory that could be tested in future studies. However, it would be necessary to access to the information concerning the trades flows of the ‘dark part’ in order to verify it.

In the last chapter, the analyses of the of corporate structures of the societies that constituted the ‘transparent sector’ of the secondary market (the MTS group, the MOT and EuroTLX) shows that all of them are included in the London Stock Exchange Group, a London-based society that manages the London Stock Exchange. The study of the historical evolution underlines that the ‘concentration process’ that brings to the actual situation took several steps. In the beginning, MTS S.p.a and Borsa Italiana S.p.a. (which manages the MOT) were found separately. Between 1997 and 1998 they were privatized under the ‘Decreto Eurosim’. In 2006 the first process of concentration of the Italian government bond happens: Borsa Italiana purchase the majority of MTS. The following year, Borsa Italiana is incorporated by the market-company London Stock Exchange, which changes its name in London Stock Exchange group. Finally, the current situation is reached in 2013 with the purchase of EuroTLX by Borsa Italiana. The analysis underlines the strong link between the Italian government bond market and London, for this reason the post-Brexit prospective for the Italian government bond market are exanimated. The most important thing to underline is that (probably) Brexit would not have such a strong adverse effect on the Italian market. Thus, is unlike that the Italian Government would be able to use the Golden Power in order to nationalize Borsa Italian. So, the society it will probably remain English-owned. Nevertheless, Brexit already had an affect for the Italian government bond market. Indeed, the EBM (part of MTS Cash) was the only platform outside Italy through which the Italian government bond were traded. Thnaks to Brexit, it has been re-located in Milan.

Finally, the Brexit should cause a liquidity shock on the Italian government bond market, caused by impossibility to operate for the English financial intermediaries. However, this shock would be probably avoided thanks to the MEF’s “Decreto Brexit”, that would guarantee the continuity of the operability of such intermediaries even in the case of a no-deal Brexit.

Thus, from all these evidences is clear that is highly probabile that the Italian bonds market will not be affected by radical changes in case of the exit of the United Kingdom from the EU.

