



Corso di laurea in Economia e Management
Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Progettazione e organizzazione di un
MTF dedicato al trading di obbligazioni
UE

Prof. Alfredo Pallini

RELATORE

Federico Perrotti
Matricola 264991

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

ABSTRACT

L'obiettivo di questa tesi è di analizzare gli aspetti che compongono il processo di realizzazione di un mercato secondario, nello specifico un MTF, per la negoziazione dei titoli emessi dall'Unione Europea tramite la Commissione Europea.

Per assicurare una trattazione esaustiva dell'argomento è stato scelto di affrontare la descrizione partendo dall'introdurre, nel primo capitolo, il sistema degli Operatori Principali (*Primary Dealer Network*), la cui attività è prevista dalla Commissione Europea sul mercato primario per le emissioni dei titoli di debito pubblico europeo. Questo è stato necessario per poter procedere alla descrizione, nel secondo capitolo, del mercato primario e del mercato secondario, affrontando i meccanismi di base che assicurano il funzionamento. L'analisi è proseguita, dal terzo capitolo, affrontando prima le piattaforme di *trading* elettronico e i relativi benefici, per poi passare allo sviluppo dettagliato delle fasi seguite dalla società mercato MTS S.p.A. per la creazione del nuovo mercato e del relativo regolamento, quarto capitolo. Per concludere la ricerca, nel quinto capitolo è stata realizzata un'analisi sull'impatto che MTS EU ha avuto sulla liquidità dei titoli emessi dall'Unione Europea.

Progettazione e organizzazione di un MTF dedicato al trading di obbligazioni UE

INDICE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1 - Il sistema dei <i>Primary Dealer</i> della EU e il relativo quadro regolamentare	9
1.1 Definizione, ruolo e quadro regolamentare dei <i>Primary Dealer</i>	9
1.2 Requisiti e obblighi dei <i>Primary Dealer</i>	10
1.2.1 Approfondimento sulle Emissioni Sindacate	13
1.3 Analisi comparativa con il sistema di <i>Primary Dealership</i> del MEF	16
CAPITOLO 2 - Il mercato primario e secondario delle obbligazioni dell'Unione Europea	18
2.1 Il mercato primario	18
2.1.1 Definizione e funzionamento	18
2.1.2 Processo di emissione delle obbligazioni UE.....	18
2.1.3 Ruolo della Commissione Europea e delle istituzioni finanziarie.....	20
2.2 Il mercato secondario	21
2.2.1 Definizione e importanza del mercato secondario	21
2.2.2 Analisi della liquidità nel mercato secondario delle obbligazioni UE	22
2.2.3 Obiettivi del mercato secondario	23
CAPITOLO 3 - Organizzazione della negoziazione su una piattaforma di <i>trading</i> elettronico	24
3.1 Decisione della Commissione Europea.....	24
3.1.1 Motivazioni e obiettivi	24
3.1.2 Vantaggi delle piattaforme di trading elettronico	25
3.1.3 Osservazione di casi precedenti e best practices internazionali	26

3.2	Criteri adottati per la scelta della piattaforma	26
3.2.1	Processo di selezione e criteri decisionali	26
3.2.2	Ruolo di MTS S.p.A. nella selezione	28
3.3	Il processo seguito da MTS S.p.A. per organizzare il nuovo mercato	30
3.3.1	Pianificazione e implementazione del progetto	30
3.3.2	<i>Timeline</i> del processo	32
CAPITOLO 4 – Regolamento e operatività di MTS EU		34
4.1	Il Regolamento	34
4.2	Strumenti finanziari ammessi alla negoziazione	34
4.3	I partecipanti al mercato	36
4.4	Negoziazione e regolamento delle operazioni	37
4.5	Monitoraggio e supervisione del mercato.....	38
CAPITOLO 5 - Impatti sulla liquidità dei titoli emessi dalla EU		40
5.1	Analisi del rendimento dei <i>benchmark</i>	40
5.2	Analisi del <i>bid-offer spread</i>	46
5.3	Volumi degli scambi	47
CONCLUSIONI		48
SITOGRAFIA.....		50

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, nel panorama della finanza globale ed europea, si è assistito ad un fenomeno che ha portato istituzioni private e pubbliche a fare sempre più affidamento sull'indebitamento per raccogliere fondi da destinare alle proprie attività.

Così come le aziende hanno iniziato ad ottenere finanziamenti da banche e privati, allo stesso modo gli Stati con i loro governi hanno sviluppato sistemi per rifinanziare i propri debiti pubblici utilizzando come fonti, le banche ed i risparmiatori. A questo è legata la nascita dei mercati primari e secondari per la vendita e lo scambio dei titoli di debito pubblico delle nazioni.

Come risultato di queste dinamiche, ormai profondamente radicate nel sistema economico mondiale, in tempi molto recenti la Commissione Europea ha introdotto il nuovo “*Network di Primary Dealer*” dell’Unione Europea (EU, EURATOM 2021/625). La nascita di questo nuovo sistema ha portato, come ormai da prassi, alla progettazione e realizzazione del relativo mercato secondario per lo scambio dei titoli emessi dalla UE.

Il seguente elaborato ha come obiettivo, l’analisi dei molteplici aspetti legati al processo che ha portato allo sviluppo del nuovo mercato secondario dei titoli europei gestito da “MTS S.p.A.”, che l’ha reso ufficialmente operativo nel novembre del 2023. Nello specifico sono stati analizzati in modo dettagliato tutti i passaggi dei lavori di creazione di questa nuova piattaforma di trading elettronico, a partire dalla decisione della Commissione Europea di dare vita a questo mercato, fino ai criteri di selezione che hanno reso MTS S.p.A. la società gestore di quest’ultimo.

Il *Network dei Primary Dealer* è stato creato per rendere più efficiente la gestione del debito europeo e garantire un supporto costante al mercato secondario, migliorando i costi di finanziamento della Commissione Europea. Ciò ha portato alla nascita del nuovo mercato nominato “MTS EU”, un MTF (*Multilateral Trading Facility*) che fa parte del mercato “MTS Cash Domestic”.

MTS EU rappresenta un fondamentale passo in avanti verso la creazione di un mercato integrato a livello comunitario, contribuendo a migliorare il *trading* dei titoli di Stato europei sotto il punto di vista della trasparenza e dell’efficienza. L’introduzione del nuovo mercato ha previsto regolamenti, linee guida e protocolli di sicurezza che hanno reso il sistema ancora più affidabile.

In conclusione, l'istituzione del *Network* e del mercato secondario sono mirati al rafforzamento della capacità dell'Unione Europea di finanziare i propri progetti e al contempo garantire una maggiore solidità e liquidità dei mercati finanziari.

CAPITOLO 1 - Il sistema dei *Primary Dealer* della EU e il relativo quadro regolamentare

1.1 Definizione, ruolo e quadro regolamentare dei *Primary Dealer*

Per poter definire in modo chiaro il ruolo ed il perché dell'esistenza dei *Primary Dealer* è prima necessario comprendere l'origine del mercato in cui operano. Le aree di attività sono il mercato primario e secondario su cui vengono rispettivamente emesse e scambiate obbligazioni di tipo governativo, nel caso specifico europee.

Il nuovo mercato primario europeo è nato come conseguenza della grande mancanza di fondi pubblici per i programmi di ripresa dei vari stati a seguito della pandemia globale di Covid-19. Il progetto prevede l'emissione di circa 900 miliardi di euro entro il 2026, attraverso titoli a breve, media e lunga scadenza, destinati a finanziare il nuovo "Fondo per la Ripresa" in modo da garantire "denaro ai paesi a tassi d'interesse estremamente convenienti"¹ (Johannes Hann, Il Sole 24 Ore).

Una volta definito l'ambiente in cui i *Primary Dealer* operano è possibile analizzare nello specifico questi operatori di mercato; sono delle istituzioni finanziarie selezionate da una banca centrale o un governo per partecipare alle aste dei titoli di Stato sul mercato primario per sostenere la liquidità dei mercati ed assicurare che il debito sia collocato su un'ampia base di investitori. La partecipazione alle aste², che ricordiamo essere di due tipi marginali e competitive, porta i dealer a dover rispettare obblighi e doveri specificati nelle condizioni di adesione al *Primary Dealer Network*³. Tuttavia, gli obblighi che i *dealer* devono rispettare concedono allo stesso tempo dei privilegi, ovvero la possibilità di partecipare alle "emissioni sindacate"⁴.

Dal punto di vista regolamentare il nuovo mercato MTS EU è un MTF e ciò lo rende un mercato non regolamentato; questo significa che è vigilato esclusivamente dalle autorità

¹ [Eurobond, la Ue emetterà 800 miliardi per finanziare la ricostruzione - Il Sole 24 ORE](#)

² "asta": il processo di emissione dei titoli di debito dell'Unione e di EURATOM in base a offerte competitive mediante una piattaforma d'asta su un mercato primario

³ *Primary Dealer Network*: Rete degli Operatori Principali, a cui hanno accesso solamente banche

⁴ "emissioni sindacate": per approfondimento vedi paragrafo 1.2.1

di vigilanza nazionali competenti (NCA) e dall' Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA). La direttiva di riferimento è "MIFID II" che fornisce le regole di funzionamento di questo mercato e tutti gli altri MTF in Europa. Di fatto il regolamento differisce dagli altri mercati solo in alcune categorie specifiche, per il resto è un rimando al regolamento generale. Le categorie specifiche relative al mercato MTS EU sono: l'Articolo 1 del Titolo 1 "Disposizioni Generali" che riguarda le "Definizioni"; l'intero Titolo 2 "Strumenti Finanziari"; l'Articolo 3.2 del Titolo 3 "Partecipanti" che riguarda la distinzione tra "*Market Maker*" e "*Liquidity Provider*" all'interno della categoria dei Primary Dealer.

- ***Market Maker MiFiD II (MMA)***: soggetto abilitato ad operare in via continuativa, in acquisto ed in vendita, nel rispetto degli obblighi imposti dalla MiFiD II.
- ***Liquidity Provider (LPU)***: soggetto abilitato ad operare in via continuativa, solo in acquisto e su base volontaria, su alcuni strumenti da lui stesso selezionati.⁵

1.2 Requisiti e obblighi dei *Primary Dealer*

Uno dei punti su cui la Commissione Europea ha introdotto delle specifiche per il nuovo mercato è, come anticipato nel paragrafo precedente, la selezione dei *Primary Dealer* che possono partecipare alle aste del mercato primario; a riguardo ha stabilito dei criteri che gli enti devono rispettare per rientrare in tale categoria:

- essere un soggetto giuridico stabilito e avere la sede centrale nell'Unione o in un paese dello Spazio economico europeo.
- essere un ente creditizio autorizzato nell'UE e soggetto alla vigilanza di un'autorità competente dell'UE o di un'impresa di investimento autorizzata nell'UE a svolgere l'attività di sottoscrizione di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari.
- essere un operatore primario per un altro emittente europeo.⁶

⁵ "*Market Maker*" e "*Liquidity Provider*": [Market Maker, Liquidity provider e Specialist - Borsa Italiana](#)

⁶ [Rete di rivenditori principali - Commissione europea \(europa.eu\)](#)

Questi criteri di eleggibilità sono stati introdotti dalla “Decisione di Esecuzione (UE) 2023/1602 della Commissione Europea”⁷, pubblicata il 4 agosto del 2023. Ai criteri sono stati affiancati obblighi e doveri che gli operatori principali devono rispettare per poter continuare ad operare con tale denominazione, ma anche per ottenere privilegi speciali riguardo alle emissioni dei nuovi titoli da parte della Commissione.

Gli obblighi principali che interessano gli operatori sono relativi a:

- **partecipazione obbligatoria alle aste** della Commissione Europea e volume minimo di acquisto per ogni asta, fissato tra il 2% e il 4% del volume totale disponibile;
- **obblighi di quotazione** relativi a
 - *size minima*: devono fornire quotazioni *bid* (acquisto) e *offer* (vendita) con un taglio minimo che può variare in base alla tipologia del titolo, questo per garantire che le quotazioni siano sufficienti a sostenere la liquidità del mercato; solitamente è assicurata la possibilità di negoziare un minimo di 5 milioni di euro per ogni operazione di acquisto o vendita;
 - *bid/offer spread*: devono mantenere lo *spread*⁸ tra il prezzo di vendita e di acquisto all'interno di un *range* per fare in modo che non sia troppo ampio o troppo ristretto, sintomo di instabilità; generalmente è fissato tra 1 e 3 punti base (tra 0.01% e 0.03%) per i titoli con maggiore liquidità;
- **obblighi di reportistica**, che consistono in:
 - *compliance* e monitoraggio: i *dealer* sono sottoposti a report periodici per la verifica del rispetto degli obblighi contrattuali, pena revoca dello status o sanzioni;
 - attività di mercato: devono stilare rapporti periodicamente includendo volumi scambiati, informazioni sulle transazioni e condizioni generali del mercato osservate;
 - posizioni e rischi: forniscono informazioni sulle posizioni aperte in titoli Ue ed i relativi rischi alle autorità, così che esse possano monitorare il rischio sistemico procedendo ad intervenire ove necessario.

⁷ eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023D1602

⁸ “*spread*”: differenza o divario tra due parametri, in questo caso prezzi

Inoltre, si devono impegnare a svolgere le attività di “*Market Maker*” e “*Liquidity Provider*”; nello specifico le due attività consistono in:

Market Maker:

- devono garantire in modo continuativo durante le ore di apertura dei mercati prezzi di acquisto e di vendita, rispettivamente *bid* e *ask*; oltre a fornirli devono sempre essere nella posizione di poter negoziare i titoli a tali prezzi;
- devono poter essere in grado di compiere transazioni di grandi dimensioni sul mercato senza influenzare i prezzi in modo significativo; questo implica detenere la capacità finanziaria tale da supportare queste transazioni in qualsiasi momento.

Liquidity Provider:

- contribuiscono a mantenere ad un livello adeguato la liquidità del mercato assicurando un numero costante di compratori e venditori attivi;
- hanno il ruolo fondamentale di agire sul mercato per mantenere in equilibrio domanda e offerta comprando e vendendo titoli in modo da evitare eccessive oscillazioni di prezzo.

Compito accessorio dei *Primary Dealer* rispetto ai *Market Maker* e *Liquidity Provider* comuni è di assicurare e supportare la vendita dei titoli sul mercato secondario, per evitare crisi di liquidità anche dopo l’emissione sul mercato primario.

I *dealer* che svolgono in modo consistente le attività di *Market Maker* e *Liquidity Provider* hanno il diritto ad alcuni benefici aggiuntivi, tra cui: la possibilità di accedere alle emissioni sindacate; l’ottenimento di incentivi finanziari come commissioni ridotte o compensi economici; la nomina di capofila nelle emissioni sindacate. La Commissione Europea ha previsto questi incentivi per invogliare gli operatori ad essere attivi sul mercato e di conseguenza garantire le migliori condizioni economiche.

È a questo punto opportuno analizzare nel dettaglio il privilegio che potrebbe essere considerato senza troppi indugi come l’incentivo principale: le emissioni sindacate.

Tabella 1.1: Lista dei Primary Dealer in ordine alfabetico aggiornata al 12 luglio 2024

Lista dei Primary Dealer (aggiornata al 12 luglio 2024)	
1. Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	19. HSBC Continental Europe S.A.
2. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	20. Intesa Sanpaolo S.p.A.
3. Banco Santander S.A.	21. J.P. Morgan SE
4. Barclays Bank Ireland Plc	22. KBC Bank N.V.
5. BNP Paribas S.A.	23. Landesbank Baden-Württemberg
6. BofA Securities Europe S.A.	24. Morgan Stanley Europe SE
7. Bred Banque Populaire	25. National Bank of Greece S.A.
8. CaixaBank S.A.	26. Natixis S.A.
9. Cecabank S.A.	27. Natwest Markets N.V.
10. Citigroup Global Markets Europe AG	28. Nomura Financial Products Europe GmbH
11. Commerzbank AG	29. Nordea Bank Abp
12. Credit Agricole Corporate and Investment Bank S.A.	30. Piraeus Bank S.A.
13. Danske Bank A/S	31. Raiffeisen Bank International AG
14. Deutsche Bank AG	32. Royal Bank of Canada Capital Markets (Europe) GmbH
15. DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank	33. Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB)
16. Erste Group Bank AG	34. Societe Generale S.A.
17. Eurobank S.A.	35. TD Global Finance Unlimited Company
18. Goldman Sachs Bank Europe SE	36. UBS Europe SE
	37. UniCredit SpA

1.2.1 Approfondimento sulle Emissioni Sindacate

L'emissione sindacata è un metodo utilizzato anche dalla Commissione Europea per emissioni di grandi dimensioni o per titoli con una scadenza più lunga. Il processo di selezione vede come candidati i *Primary Dealer* che hanno attività migliori e adempiono ai ruoli di *Market Maker* e *Liquidity Provider* con maggiore consistenza; gli operatori scelti andranno a comporre il sindacato dell'emissione. La particolarità risiede, dunque, nel fatto che solo questo sindacato potrà avere accesso diretto alla nuova emissione prevista dalla Commissione, garantendosi una posizione dominante sul mercato.

Il passo successivo è la determinazione delle condizioni della nuova emissione concordate tra l'emittente e il sindacato; vengono stabiliti prezzo, quantità e condizioni dei titoli. Questo avviene dopo la raccolta da parte delle banche degli ordini dei loro

clienti attraverso un “Libro Ordini”; la funzione reale di un “*Order Book*” è di testare la domanda di mercato per titoli specifici, ma nella pratica viene utilizzato dalle banche per creare strategie di acquisto più efficaci ed efficienti.

Nella maggior parte dei casi i clienti sono altre banche che non hanno potuto partecipare all’emissione sindacata ma hanno interesse a vendere suddetti titoli ai propri clienti; tuttavia, gli ordini vengono richiesti anche da fondi pensione, fondi sovrani, *hedge funds*, grandi investitori privati, ecc. In questo modo gli operatori del sindacato possono stabilire prezzi e quantità di acquisto in base agli ordini raccolti.

Dunque, il beneficio evidente è che così facendo gli operatori selezionati potranno portare a termine la negoziazione alle migliori condizioni possibili per i loro scopi.

Per concludere l’excursus sulle emissioni sindacate è possibile operare un confronto con le aste classiche; di fatto seppure il modello standard prevede un meccanismo di prezzo determinato dal mercato e quindi una maggiore trasparenza, il modello di emissioni sindacate consente all’emittente di avere maggior controllo e portare a termine emissioni complesse o di grandi dimensioni. Inoltre, la Commissione è in grado di ottimizzare i proventi, riducendo anche il rischio di un’asta non riuscita; questo è possibile grazie all’ampia rete di investitori globali che fornisce una notevole diversificazione, contribuendo alla riduzione del costo del debito.

Un esempio di emissione sindacata è quello che ha interessato l’emissione di titoli per il finanziamento del programma “*NextGenerationEU*”⁹; nel 2021 l’emissione di 20 miliardi di euro in obbligazioni a 10 anni da parte della Commissione Europea ha registrato una domanda sette volte superiore all’offerta disponibile, proprio grazie alla costruzione del libro ordini per l’emissione sindacata; in questo modo è stato possibile gestire in modo efficiente questa grande emissione.

⁹ “*NextGenerationEU*”: [Piano per la ripresa dell'Europa - Commissione europea](#)

Tabella 1.2: confronto tra emissione sindacata e asta tradizionale (competitiva)

	Emissione Sindacata	Asta Tradizionale (Competitiva)
Processo di determinazione del prezzo	Raccolta di ordini da parte del sindacato e la costruzione del libro ordini	Prezzo determinato dalle offerte competitive degli investitori durante l'asta
Partecipazione	Solo le banche del sindacato	Tutti gli investitori qualificati
Distribuzione dei titoli	Titoli distribuiti dal sindacato agli investitori in base agli ordini raccolti: diversificazione	Titoli assegnati agli investitori che hanno presentato le migliori offerte durante l'asta
Flessibilità per l'emittente	Maggiore flessibilità nel determinare il volume, il timing e le condizioni dell'emissione in base alla domanda del mercato	Meno flessibilità: l'emittente stabilisce in anticipo le condizioni di base e il prezzo finale dipende dalle offerte competitive
Trasparenza	Processo meno trasparente: il prezzo è determinato internamente al sindacato prima dell'annuncio pubblico	Processo altamente trasparente: offerte pubblicamente registrate e assegnazioni basate su regole predefinite
Adattabilità al mercato	Più adattabile a situazioni di mercato complesse o volatili	Meno adattabile, poiché il meccanismo d'asta è rigido e basato su regole stabilite in anticipo
Esempio di utilizzo	NextGenerationEU della Commissione Europea	Regolari emissioni di titoli di stato a breve o medio termine da parte dei governi

1.3 Analisi comparativa con il sistema di *Primary Dealership* del MEF

Negli anni 90' del 900', un periodo di forti instabilità politiche ed economiche, era necessario riportare trasparenza e solidità sul mercato dei titoli di Stato e per questo motivo il MEF¹⁰ ha deciso di istituire nel 1994 il sistema degli "Specialisti"¹¹. In questo caso l'emittente è il Ministero dell'Economia e delle Finanze e gli operatori principali sono chiamati appunto "Specialisti"; l'ordinamento e il funzionamento sono molto simili a quelli europei, con criteri di eleggibilità per gli specialisti e regolamenti relativi a doveri, obblighi ed aste.

Il modello europeo che è stato sviluppato successivamente ha preso spunto dal modello italiano, replicando i meccanismi di base e riadattandoli ad un contesto più ampio e complesso. Entrambi i modelli hanno lo scopo di preservare la stabilità del debito pubblico facendo affidamento ad operatori qualificati e regolamentati.

Un esempio estremamente rappresentativo di questa influenza reciproca è la gestione del mercato secondario affidata ad MTS S.p.A., un'azienda italiana che è diventata leader nel settore della gestione dei mercati telematici. Il modello italiano è stato esportato in tutti i paesi EU, segue l'elenco dei paesi presenti sulla piattaforma: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Israele, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Spagna, Regno Unito, Cipro, Estonia, Lituania, Lettonia, Lussemburgo, Malta, Repubblica Ceca, Slovacchia e Polonia. È evidente la centralità dell'esperienza italiana nella creazione un mercato obbligazionario comunitario unificato.

Per rendere più evidenti le sottili differenze tra i due modelli è ideale riportarle nella tabella di confronto che segue.

¹⁰ MEF: "Ministero dell'Economia e delle Finanze"

¹¹ "Specialisti": [Criteri di Valutazione Specialisti anno 2024 - MEF Dipartimento del Tesoro](#)

Tabella 1.3: confronto tra il sistema del MEF e della Commissione Europea

	Specialisti del MEF	Primary Dealer della Commissione Europea
Anno di istituzione	1994	2021
Selezione dei partecipanti	Bando pubblico con criteri rigorosi	Performance e capacità di mercato
Partecipanti	Banche e istituzioni finanziarie selezionate in Italia	Banche selezionate a livello europeo
Obblighi principali	Partecipazione obbligatoria alle aste, market-making, liquidità	Partecipazione obbligatoria alle aste, market-making, liquidità
Mercato di riferimento	Mercato dei titoli di Stato italiani	Mercato dei titoli emessi dall'Unione Europea
Vantaggi per i partecipanti	Accesso privilegiato a riaperture d'asta e altri benefici del MEF (rispettando gli obblighi imposti)	Accesso prioritario alle emissioni sindacate dell'UE (rispettando gli obblighi imposti)
Regolamentazione	Regolamentazione nazionale sotto il MEF	Regolamentazione a livello europeo, con supervisione centrale

CAPITOLO 2 - Il mercato primario e secondario delle obbligazioni dell'Unione Europea

2.1 Il mercato primario

2.1.1 Definizione e funzionamento

Il mercato primario europeo, come ogni altro mercato primario nazionale, viene utilizzato da parte della Commissione Europea per emettere nuovi titoli obbligazionari a livello comunitario. La differenza con gli altri mercati primari è che in questo contesto i titoli risultano emessi da un ente sovranazionale; l'obiettivo della Commissione è quello di essere riconosciuto come emittente sovrano, in modo da ridurre i costi di rifinanziamento. Come già affrontato nel testo, il motivo alle spalle di questo progetto è il risanamento dei debiti pubblici degli Stati europei in seguito alle manovre di ricostruzione economica e sociale post pandemia Covid.

I titoli di nuova emissione vengono venduti esclusivamente a degli operatori selezionati, i *Primary Dealer*, e verranno successivamente rimessi in circolo da quest'ultimi sul mercato secondario dedicato o ai loro clienti diretti.

Questo processo permette all'emittente di accedere a fondi difficilmente reperibili e allo stesso tempo fornisce grande stabilità all'economia, dando la possibilità agli investitori di compiere scelte sicure ed incentivare così la circolazione del denaro.

2.1.2 Processo di emissione delle obbligazioni UE

Il processo di emissione delle obbligazioni nel mercato primario è composto da diverse fasi e coinvolge vari attori; la complessità è dovuta all'aggiunta di molti *step* volti ad irrobustire le misure di sicurezza.

Inizialmente l'emittente (la Commissione Europea) determina la quantità da emettere, ovvero l'importo di denaro che necessita raccogliere; successivamente stabilisce la durata del titolo (mesi o anni), il tasso d'interesse (cedola) e la modalità di rimborso. Infine,

viene selezionato il metodo di collocamento per aste convenzionali o emissioni sindacate, precedentemente approfondite nella trattazione.

Tutto questo non sarebbe tuttavia possibile senza la pubblicazione del calendario delle emissioni con cadenza semestrale; fornisce una pianificazione dettagliata dei piani di emissioni della Commissione nei sei mesi successivi. Le prerogative principali sono **Trasparenza e Prevedibilità**: il calendario permette agli investitori di avere una chiara visione sul futuro delle emissioni, in modo da poter pianificare al meglio le loro strategie di investimento. Questo fornisce stabilità ai mercati e non solo; infatti, la Commissione stessa può trarre vantaggi dalla redazione di un calendario dettagliato. Sarà in grado di gestire al meglio il proprio debito per ridurre al minimo i costi di rifinanziamento futuri e rischi di volatilità dei mercati.

Inoltre, il calendario consente una eccellente coordinazione tra la Commissione e i *Primary Dealer*, essenziale per assicurare un'emissione fluida e che i titoli siano immessi in un mercato pronto ad accoglierli.

In conclusione si può affermare con buone basi di certezza che la pubblicazione del calendario delle emissioni rappresenta una forte segnale di fiducia per i mercati. La consapevolezza degli investitori che la Commissione Europea operi in modo organizzato e trasparente è sicuramente rassicurante e degli investitori fiduciosi contribuiscono notevolmente all'aumento della stabilità del mercato.

Riportato di seguito il calendario del secondo semestre del 2024 come esempio.

Issuance calendar

Issuance weeks for EU-Bonds syndicated transactions:

Week 28	Monday 8 - Friday 12 July
Week 37	Monday 9 - Friday 13 September
Week 41	Monday 7 - Friday 11 October
Week 47	Monday 18 - Friday 22 November
Week 50	(Optional window) Monday 9 - Friday 13 December

EU-Bonds auction dates:

Week 29	Monday 15 July
Week 35	Monday 26 August
Week 39	Monday 23 September
Week 43	Monday 21 October
Week 45	Monday 4 November
Week 48	Monday 25 November

Figura 2.1: calendario emissioni del secondo semestre del 2024

2.1.3 Ruolo della Commissione Europea e delle istituzioni finanziarie

Il ruolo di emittente della Commissione Europea è stato già ampiamente discusso. Quello che però è sicuramente meno evidente è il risultato dell'operato di questo ente: l'effettivo obiettivo è di guidare ed incentivare lo sviluppo economico sostenibile all'interno dell'Unione Europea. Vuole sicuramente rappresentare un modello di gestione ordinato ed efficiente per gli stati membri dell'UE da poter imitare, non a livello organizzativo, bensì dal punto di vista del rigore formale.

Le istituzioni finanziarie che prendono parte al mercato accompagnano e supportano la Commissione nell'impresa di ristabilire l'Europa come modello da seguire per il resto delle economie globali, all'insegna della sostenibilità ambientale e sociale.

2.2 Il mercato secondario

2.2.1 Definizione e importanza del mercato secondario

Il mercato secondario rappresenta una risorsa essenziale per un efficiente funzionamento dei mercati finanziari perché permette la negoziazione di titoli precedentemente emessi e acquistati sul mercato primario. Nel contesto dei titoli di stato, questo mercato offre la possibilità agli investitori di rivendere i titoli prima della loro scadenza, assicurando maggiore flessibilità e liquidità ai loro portafogli.

L'importanza del mercato secondario risiede nella sua capacità di fornire liquidità, vista la semplicità con cui i titoli possono essere scambiati senza causare significative variazioni di prezzo. In aggiunta, svolge un ruolo fondamentale nella determinazione dei prezzi dei titoli poiché le negoziazioni continue contribuiscono a determinare il valore di scambio di questi strumenti.

Il mercato analizzato nello specifico è "MTS EU", ovvero il Mercato secondario dei Titoli di Stato emessi dalla Commissione Europea istituito nel 2023. Come già specificato nel testo, si tratta di un MTF che fa parte di *MTS Cash Domestic* e rappresenta un passo significativo nell'integrazione dei mercati europei. Questa piattaforma è stata creata da MTS S.p.A. a seguito di un lungo processo di selezione da parte della Commissione delle proposte avanzate dalla società in questione. MTS ha messo a disposizione la propria esperienza di lunga data nel settore di infrastrutture per la realizzazione di mercati telematici, un'attività iniziata nel 1988 con la nascita di "MTS Italy" e che l'ha resa ad oggi l'azienda leader nel settore.

2.2.2 Analisi della liquidità nel mercato secondario delle obbligazioni UE

Come anticipato, l'elevata liquidità è un importante indice di efficienza di questo mercato. La "liquidità di un mercato"¹² misura la facilità con cui i beni presenti vengono comprati e venduti a prezzi equi: tanto più gli scambi avvengono rapidamente e con un minore impatto sul prezzo, tanto più il mercato è considerato "liquido". Un mercato secondario estremamente liquido permette agli investitori di correre meno rischi nel possesso di posizioni aperte su titoli.

Esistono diversi indicatori per misurare la liquidità del mercato, il più comune è lo *spread bid-ask*¹³ di un titolo: uno spread più contenuto indica che il mercato è più liquido. Altri indicatori comuni di liquidità sono la "profondità di mercato"¹⁴ e la "velocità di esecuzione delle transazioni"¹⁵.

L'elevata liquidità sul mercato MTS EU è garantita da diverse funzionalità: l'anonimato delle parti che portano a termine lo scambio è una di queste. Sia al venditore che all'acquirente viene garantito di restare anonimi agli occhi della controparte, evitando così il rischio di manipolazione di mercato. Tuttavia, questo non va frainteso per mancanza di trasparenza sul mercato; ricordiamo infatti che una delle prerogative dell'attività della Commissione Europea è la trasparenza e ciò si ritrasmette anche sui mercati secondari.

Un altro elemento che contribuisce a mantenere alto il livello di liquidità di MTS EU è la vasta gamma di strumenti che è possibile negoziare su questa piattaforma, caratteristica che attira una grande varietà di partecipanti che a loro volta portano all'aumento delle negoziazioni e quindi della liquidità.

¹²Liquidità in termini finanziari: [Cos'è la Liquidità economica e finanziaria di uno strumento? - Borsa Italiana](#)

¹³ "spread bid-ask": differenza tra Prezzo di acquisto (*bid*) e prezzo di vendita (*ask*).

¹⁴ Profondità di mercato: indica la quantità di titoli disponibili a diversi livelli di prezzo.

¹⁵ Velocità di esecuzione delle transazioni: misura la velocità con cui possono essere completati ordini di acquisto o vendita.

2.2.3 Obiettivi del mercato secondario

Una piattaforma come MTS EU, oltre ad essere un'importante attività economica per MTS S.p.A., ha degli obiettivi fondamentali da raggiungere per essere effettivamente di supporto all'economia europea e dunque globale.

Un mercato secondario ben funzionante garantisce che i prezzi dei titoli riflettano accuratamente tutte le informazioni disponibili, permettendo agli investitori di prendere decisioni informate.

Un altro obiettivo chiave, che è stato già affrontato ma è opportuno riportare, è la promozione della stabilità finanziaria, visto che un mercato secondario liquido e trasparente contribuisce a ridurre la volatilità dei prezzi e a prevenire il rischio sistemico. Inoltre, la trasparenza delle transazioni facilita la supervisione da parte delle autorità di regolamentazione, garantendo che il mercato operi in modo equo e ordinato.

Infine, il mercato secondario dei titoli emessi dalla Commissione Europea facilita il finanziamento sovranazionale, motivo principale alla base della creazione di queste nuove piattaforme. Permettendo alla Commissione Europea di emettere titoli e agli investitori di negoziarli in un mercato liquido, il mercato secondario supporta la raccolta di capitale necessario per finanziare progetti e programmi comuni a livello europeo. Questo processo è cruciale per il funzionamento delle finanze pubbliche dell'Unione e per la realizzazione delle politiche economiche a livello comunitario.

CAPITOLO 3 - Organizzazione della negoziazione su una piattaforma di *trading* elettronico

3.1 Decisione della Commissione Europea

3.1.1 Motivazioni e obiettivi

La scelta della Commissione Europea di optare per una piattaforma di trading elettronico come modello per la creazione del proprio mercato secondario è stata in linea con i processi di digitalizzazione che stanno interessando il ventunesimo secolo. Seppure la manovra della Commissione possa sembrare ormai scontata, non lo era certamente un quarto di secolo fa'; infatti, dopo la creazione del mercato telematico dei titoli di stato italiani nel 1988 da parte di MTS (allora sotto il controllo del Ministero del Tesoro italiano), è avvenuta una transizione graduale da parte degli altri stati europei all'utilizzo delle piattaforme telematiche, sempre gestite da MTS (dal 1997 S.p.A.).

Con questa premessa è possibile analizzare le caratteristiche di queste piattaforme che le hanno rese i modelli ormai adottati a livello globale, nello specifico le stesse motivazioni che hanno spinto la Commissione Europea a scegliere le piattaforme elettroniche di MTS.

- **Efficienza operativa:** la Commissione mira a ridurre i costi operativi associati all'emissione e al trading dei titoli. L'automazione offerta dalla piattaforma dedicata di MTS EU permette di accelerare i processi di emissione e scambio, riducendo i tempi e minimizzando gli errori operativi.
- **Aumento della trasparenza:** l'utilizzo del mercato telematico permette alla Commissione di operare in un ambiente altamente trasparente, dove gli investitori possono accedere in tempo reale a informazioni dettagliate sui prezzi e sui volumi di scambio, migliorando così la fiducia nei titoli obbligazionari emessi.
- **Miglioramento della gestione del rischio:** la disponibilità di dati in tempo reale e di strumenti di analisi avanzati consente una gestione più efficace del rischio, sia per la Commissione Europea che per gli investitori. Questo favorisce una migliore allocazione delle risorse e una maggiore stabilità finanziaria.

- **Competitività dei prezzi:** la concorrenza tra gli investitori che operano su MTS EU è una risorsa fondamentale per la commissione che intende sfruttarla per ottenere condizioni di prezzo più vantaggiose, riducendo così il costo del debito per l'UE.

3.1.2 Vantaggi delle piattaforme di trading elettronico

Il lavoro continuo di MTS nel lungo periodo di attività ha portato alla creazione di piattaforme sempre più efficienti e affidabili. Questo rappresenta un'opportunità unica per i governi dei vari paesi ai quali, in veste di clienti, vengono offerti dei servizi di gestione e controllo sotto ogni aspetto. L'insieme delle funzionalità offerte dalle piattaforme di *trading* elettronico di MTS rappresentano una serie di vantaggi non indifferenti per la gestione complessiva del debito nazionale. Di seguito alcuni dei vantaggi.

- **Riduzione dei costi di transazione:** grazie all'eliminazione delle intermediazioni manuali, le piattaforme MTS permettono di ridurre significativamente i costi associati alle transazioni sulle operazioni effettuate in acquisto e vendita.
- **Controllo della liquidità:** i mercati MTS, con la loro vasta rete di partecipanti al mercato, garantiscono un alto livello di liquidità, portando ai benefici precedentemente affrontati nel paragrafo 2.2.2.
- **Bacino di investitori:** le piattaforme elettroniche facilitano l'accesso ai titoli obbligazionari da parte di un ampio spettro di investitori, inclusi quelli internazionali, rendendo i titoli emessi più attraenti e competitivi.
- **Sicurezza e integrità del mercato:** i mercati secondari di MTS sono dotati di sistemi di sicurezza avanzati che proteggono le transazioni da frodi e manipolazioni, garantendo l'integrità del mercato.

3.1.3 Osservazione di casi precedenti e best practices internazionali

La presenza di decine di paesi con i relativi mercati secondari che sfruttano i servizi offerti da MTS S.p.A. per le negoziazioni dei titoli di stato, è stato sicuramente un aspetto importante nell'analisi della Commissione Europea rispetto a se affidare o meno la gestione del mercato a MTS.

Attualmente sono 20 i paesi con un mercato secondario elettronico su MTS; alcuni di questi rappresentano ottimi esempi di *best practices* che possono rappresentare un esempio da seguire per la Commissione. MTS Italy, il primo mercato secondario telematico e unico mercato regolamentato; ha elevati volumi di scambi giornalieri, una buona profondità di mercato e un alto livello di liquidità, garantendogli una posizione centrale nel panorama europeo. MTS Germany, con volumi di scambio minori ma una forte liquidità, anche dovuto alla solidità dell'economia tedesca; viene preso come *benchmark* di molte valutazioni. MTS France, unica società separata controllata da MTS S.p.A., che di conseguenza non fa parte di MTS Cash Domestic; è un mercato estremamente liquido e attivo, essendo la Francia una delle maggiori economie in Europa. MTS Spain, un mercato molto attivo e con un alto livello di liquidità; offre la possibilità di un'elevata diversificazione negli investimenti.

Sono molti altri i mercati gestiti da MTS e come quelli citati sopra sono tutti MTF all'interno di MTS Cash Domestic. L'efficienza è rappresentata dalla standardizzazione della piattaforma e della tecnologia alla base di ognuno dei mercati, che consentono ad un eventuale nuovo mercato di essere introdotto con estrema rapidità su un sistema già formato.

3.2 Criteri adottati per la scelta della piattaforma

3.2.1 Processo di selezione e criteri decisionali

La Commissione Europea ha operato una selezione molto attenta per individuare il fornitore adatto della tecnologia e della piattaforma su cui fondare il nuovo mercato secondario dei titoli europei. Per fare ciò sono stati individuati dei criteri molto

estremamente rigorosi affinché il mercato rispettasse i principi di base, ovvero efficienza, trasparenza e accessibilità.

Il primo aspetto da monitorare è sicuramente l'affidabilità della piattaforma e la relativa stabilità operativa. L'esperienza di MTS è sempre stata caratterizzata da una gestione efficiente e continuativa di grandi volumi di transazioni, mettendo all'opera una solida infrastruttura tecnologica rendendola la scelta ideale per la Commissione.

Tuttavia, la stabilità non è sufficiente se non è garantita un'ampia rete di partecipanti ai mercati. MTS, nel lungo periodo di attività, è stata in grado di raccogliere un grande numero di investitori grazie alle opportunità intraviste da quest'ultimi nelle piattaforme elettroniche. La società gestore riesce a mantenere sempre un alto livello di liquidità del mercato assicurandosi che vi sia grande diversificazione tra i partecipanti alla piattaforma, visto che hanno accesso ai mercati banche, enti governativi e agenzie governative. Si potrebbe pensare che la Commissione Europea non abbia sfruttato appieno questa caratteristica dei mercati di MTS visto che l'accesso a MTS EU è consentito esclusivamente a coloro che sono *Primary Dealer* del mercato primario; tuttavia, questi soggetti sono già tutti registrati come operatori su altri mercati nazionali presenti nella piattaforma, rendendo estremamente semplice il passaggio all'operatività anche sul nuovo mercato secondario europeo.

Un altro criterio fondamentale nella scelta della piattaforma è la trasparenza dei dati, ovvero la facilità con cui la Commissione può raccogliere i dati delle attività di *trading* in modo da monitorare l'ottemperanza degli obblighi e doveri dei *Primary Dealer*. La Commissione ha espressamente richiesto a MTS la possibilità di avere accesso continuativo ai dati per raggiungere al meglio gli obiettivi di trasparenza e prevedibilità. Questo però non ha rappresentato un problema per la società che ha da tempo implementato un fiorente servizio di vendita dati e ha quindi potuto sfruttare la stessa tecnologia già impiegata sulle altre piattaforme per rilevare i dati richiesti dalla Commissione.

Un aspetto affrontato con grande premura da parte della Commissione è stato quello della sicurezza conformità alla normativa. Un'istituzione di tale importanza a livello europeo deve operare in un ambiente altamente controllato, lontano da possibili illeciti o attività dannose per l'economia. Per questo motivo sono necessarie regole di funzionamento molto precise e protocolli di sicurezza rigorosi che vengono continuamente aggiornati per

far fronte ad ogni tipo di possibile evenienza. MTS, prendendo come base i protocolli già utilizzati per gli altri mercati, è riuscita a soddisfare interamente le richieste di sicurezza e controllo della Commissione, che ha posto dei parametri stringenti in modo da garantire l'integrità e la sicurezza delle transazioni.

Con altrettanta attenzione è stata valutata l'infrastruttura tecnologica offerta da MTS, essendo fondamentale per assicurare che anche i protocolli di sicurezza siano effettivamente efficaci. È sicuramente ridondante specificare che una tecnologia all'avanguardia è necessaria perché la piattaforma funzioni al meglio, garantendo un'interfaccia sempre più funzionale e un carico del sistema via via maggiore. L'aggiornamento dei sistemi da parte di MTS riguarda non solo le funzioni di trading (elemento essenziale della piattaforma), ma anche le funzioni di monitoraggio, controllo e metodi di raccolta e analisi dei dati.

Tutti questi criteri di selezione adottati dalla Commissione Europea le sono stati di vitale importanza per l'assegnazione dell'incarico di creare la piattaforma migliore per lo scambio dei titoli emessi sul mercato primario. MTS S.p.A., grazie alla grande competenza acquisita negli anni, ha fornito una piattaforma che rispetta tutti i criteri imposti assicurandosi un nuovo "cliente" che dona grande valore nel panorama economico.

3.2.2 Ruolo di MTS S.p.A. nella selezione

La Commissione Europea ha preso una decisione ponderata nell'affidamento della gestione del nuovo mercato secondario e non ha preso in considerazione solo i parametri citati precedentemente. Tutto è collegato al *Primary Dealer Network* e alla necessità degli operatori di soddisfare alcuni requisiti in modo da poter accedere alle emissioni sindacate. Inoltre, la Commissione ha raccolto numerose richieste dei *dealer* di utilizzare i servizi di MTS, considerati i migliori per le loro necessità. Così è stato trovato un accordo tra *dealers*, Commissione e MTS per creare una piattaforma che avesse le caratteristiche adatte per permettere ai *dealers* di rispettare i requisiti.

Di preciso è stato richiesto a MTS che il nuovo mercato fosse una piattaforma *dealer-to-dealer* (D2D), ovvero che rispettasse la definizione data nell' Art. 2(6) della "Decisione

di esecuzione (EU) 2023/1602 della Commissione”¹⁶ del 31 luglio 2023 riguardo a “piattaforma interoperatore”, che riporta: “una sede di negoziazione elettronica da operatore a operatore, stabilita nell’Unione europea, quale definita all’articolo 4, paragrafo 1, punto 24, della direttiva 2014/65/UE, sulla quale gli operatori principali intervengono come market maker per le negoziazioni sul mercato secondario”.

Altra caratteristica della piattaforma necessaria per gli operatori è che questa funzioni in modo tale da garantire quotazioni fisse (*bid* e *ask*) accentrate tramite un libro ordini centralizzato in modo che le quotazioni fornite portino a conclusione automatica delle transazioni nel momento in cui vengono fornite le quotazioni corrispondenti da un altro partecipante; è stato richiesto un funzionamento diametralmente opposto al classico protocollo di negoziazione RFQ. Le differenze tra i due meccanismi di negoziazione sono utili per capire il motivo della scelta di un protocollo piuttosto che l’altro. Il primo, il CLOB (*centralized limit order book* o libro ordini centralizzato) prevede che gli operatori forniscano un prezzo in denaro e lettera visibili a tutti, così da permettere la negoziazione con chiunque sia interessato a quelle condizioni; la negoziazione è conclusa nel momento in cui un altro operatore decide di applicare il prezzo che visualizza per una quantità da lui definita; gli operatori non sono a conoscenza dell’identità di chi compra o vende. Questo sistema permette ai *dealer* di svolgere l’attività di *market maker*. Il secondo protocollo, RFQ (*request for quote* o richiesta di quotazione) prevede che la negoziazione sia diretta tra due controparti in cui la prima richiede alla seconda un prezzo per un determinato strumento, la seconda compie delle valutazioni e fornisce un prezzo alla prima, infine la prima decide se accettare o meno il prezzo portando a conclusione o al fallimento della negoziazione; a differenza del CLOB la trattativa non è anonima. Questo protocollo comporta una percentuale minore di scambi portati a termine con successo e non offre le migliori condizioni ai *dealer* per poter operare da *market maker*.

L’ultima caratteristica richiesta dalla Commissione per il corretto svolgimento dell’attività degli operatori riguarda i requisiti di reportistica. La piattaforma dovrebbe avere una tecnologia adatta a supportare gli operatori nell’adempimento dei loro obblighi di reportistica; dovrebbe essere in grado di fornire dati relativi alle quotazioni giornaliere eseguite dagli operatori secondo determinati parametri (durata spread e importo della

¹⁶Decisione di esecuzione (EU) 2023/1602 della Commissione: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023D1602>

quotazione); questi parametri sono imposti da “General Terms and Conditions”¹⁷ Annex II punto 1 e Annex V.

MTS S.p.A., riuscendo a garantire il soddisfacimento di queste richieste ha ottenuto l’incarico definitivo dalla Commissione Europea per la realizzazione della piattaforma di trading elettronico su cui basare il nuovo mercato secondario dei titoli europei, MTS EU.

3.3 Il processo seguito da MTS S.p.A. per organizzare il nuovo mercato

3.3.1 Pianificazione e implementazione del progetto

La fase di pianificazione del progetto si articola in cinque sezioni, ognuna con dei passaggi operativi: regolamentazione, politica commerciale, creazione di un libro ordini dedicato, aspetti tecnologici e pubblicazione dati.

- **Regolamentazione:**

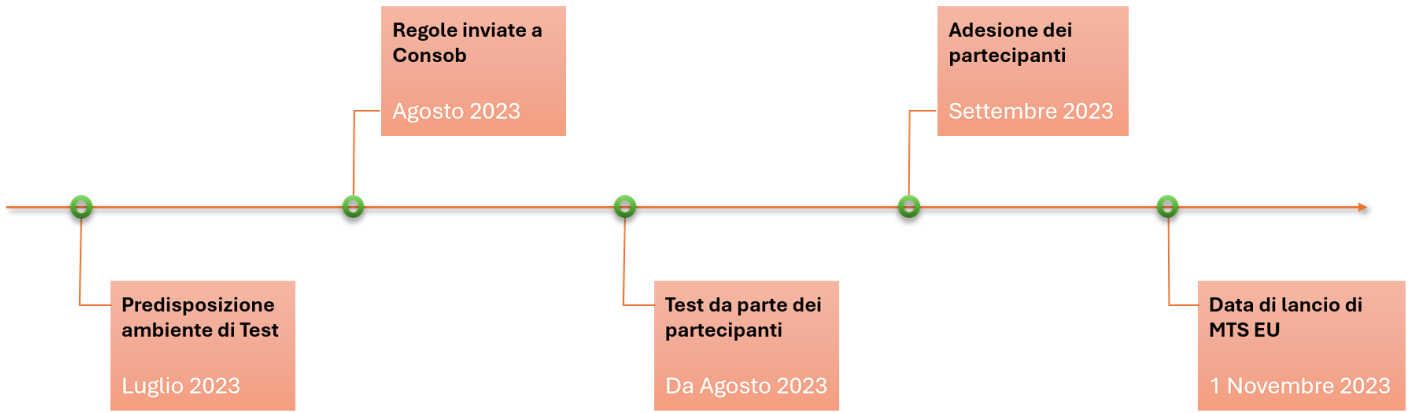
- Lettera d’intenti: documento non vincolante che stabilisce un accordo tra l’emittente e la società mercato per collaborare su questo progetto.
- Stesura *Market Annex*: stesura di un allegato aggiuntivo alle regole di mercato.
- Approvazione del CdA di MTS: il consiglio d’amministrazione è chiamato ad approvare il progetto e i relativi costi.
- Approvazione della Consob: in quanto ente di supervisione del nuovo mercato è chiamata ad approvare le regole.
- Consultazione del Comitato di Mercato: il comitato deve essere preventivamente consultato tutte le volte in cui il Consiglio di Amministrazione intenda assumere delibere in relazione a modifiche di regolamento del mercato.
- Modifiche ai Contratti di Adesione

¹⁷ General Terms and Conditions: [e3876019-2efa-4f30-a34e-607aac53fce6_en \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/euipo/mtse/mtse-terms-and-conditions)

- *Regulatory specifications*¹⁸: indica una sezione di MTS in cui parametri e altre informazioni rilevanti sono inclusi o indicati per riferimento; le *Regulatory Specifications* costituiscono parte integrante delle Istruzioni.
- **Politica commerciale:**
 - Piano tariffario: può comprendere un costo di partecipazione e delle commissioni per transazione
- **Creazione di un libro ordini dedicato:**
 - Configurazione degli ambienti di test: MTS effettua delle prove di funzionamento del sistema in ambienti di simulazione ai quali hanno accesso anche i partecipanti al mercato.
 - Configurazione degli ambienti di produzione: le configurazioni preventivamente verificate nell'ambiente di test vengono applicate alla piattaforma di mercato in produzione.
 - Modalità di regolamento delle transazioni: viene stabilito il sistema di regolamento, ovvero il depositario centrale che effettuerà la liquidazione della transazione.
 - Definizione delle quantità di negoziazione: si stabilisce la quantità minima eseguibile sul mercato per ogni singolo contratto.
 - Obblighi di *Market Making* e relativa reportistica.
- **Aspetti tecnologici:** vengono valutati i possibili impatti tecnici sulla piattaforma MTS derivanti dall'introduzione del nuovo mercato e dal conseguente aumento del numero di transazioni.
- **Pubblicazione dati:** aggiunta del mercato MTS EU all'offerta di vendita dati.

¹⁸ [Regulatory Specification V7.4.xlsx \(live.com\)](#)

3.3.2 Timeline del processo



Tra la fine di giugno e l'inizio di luglio 2023 la società MTS ha predisposto il nuovo mercato MTS EU nell'ambiente di collaudo a cui possono accedere anche i partecipanti.

The screenshot shows the MTS Cash interface with a table of bonds. The table has columns for MARKET, DESCRIPTION, ISIN, CCY, BID SPRD, BID MED, BID YIELD, BID PRICE, ASK PRICE, ASK YIELD, ASK SIZE, ASK SPRD, MID PRICE, MID YIELD, COUPON, and MATURITY. The data is sorted by bid yield, with the highest yield (4.817) at the top.

MARKET	DESCRIPTION	ISIN	CCY	BID SPRD	BID MED	BID YIELD	BID PRICE	ASK PRICE	ASK YIELD	ASK SIZE	ASK SPRD	MID PRICE	MID YIELD	COUPON	MATURITY
EUM	EU 0.8 04/07/25	EU000A3K4DJ5	EUR		4.817	96.728	96.735	4.808	5.5	98.124	3.07	0.80000	04/07/2025		
EUM	EU 0.0 06/07/26	EU000A3K7GV8	EUR		3.815	93.3	93.317	3.805	8	95.424	2.5615	0.00000	06/07/2026		
EUM	EU 2.75 05/10/26	EU000A3K4D82	EUR		3.028	99.439	99.448	3.023	20	100.357	2.5715	2.75000	05/10/2026		
EUM	EU 2.0 04/10/27	EU000A3K4D56	EUR		3.015	97.037	97.054	3.009	5.5	98.47	2.519	2.00000	04/10/2027		
EUM	EU 2.875 06/12/27	EU000A3K4E66	EUR		3.535	97.997	98.005	3.532	7.5	101.048	2.537	2.87500	06/12/2027		
EUM	EU 0.0 04/10/28	EU000A3K1WCF4	EUR		3.217	97.832	97.82	3.191	6.5	90.31	2.5185	0.00000	04/10/2028		
EUM	EU 3.125 05/12/28	EU000A3K4E85	EUR		2.845	101.1	101.119	2.823	8	102.21	2.545	3.12500	05/12/2028		
EUM	EU 2.875 05/10/29	EU000A3L1CN4	EUR		3.317	97.96	98.08	3.291	5	101.48	2.5625	2.87500	05/10/2029		
EUM	EU 1.625 04/12/29	EU000A3K7MMW2	EUR		2.976	93.5	93.59	2.957	5.5	95.455	2.5575	1.62500	04/12/2029		
EUM	EU 3.125 04/12/30	EU000A3LNF05	EUR		2.871	101.43	101.57	2.846	6.5	103	2.5985	3.12500	04/12/2030		
EUM	EU 0.0 04/07/31	EU000A3K5XE1	EUR		3.103	81.12	81.22	3.085	7.5	83.9	2.597	0.00000	04/07/2031		
EUM	EU 1.0 06/07/32	EU000A3K4DD8	EUR		3.046	85.9	86.04	3.024	6	88.44	2.65	1.00000	06/07/2032		
EUM	EU 2.750 04/02/33 G	EU000A3K4DW8	EUR		2.934	98.63	98.77	2.915	7.5	100.39	2.6985	2.75000	04/02/2033		
EUM	EU 3.25 04/07/34	EU000A3K4D41	EUR		3.016	101.98	102.09	3.001	9	103.99	2.7805	3.25000	04/07/2034		
EUM	EU 3.000 04/12/34	EU000A3K4E54	EUR		3.063	99.45	99.55	3.051	5.5	101.6	2.818	3.00000	04/12/2034		
EUM	EU 0.4 04/02/37 G	EU000A3K4C42	EUR		3.217	71.5	71.62	3.203	7	74.37	2.8815	0.40000	04/02/2037		
EUM	EU 3.375 04/10/38	EU000A3K4D74	EUR		3.259	101.29	101.42	3.247	7	103.855	3.034	3.37500	04/10/2038		
EUM	EU 3.375 04/10/39	EU000A3LZ0X9	EUR		3.553	97.95	98.04	3.545	7	103.385	3.0915	3.37500	04/10/2039		
EUM	EU 0.45 04/07/41	EU000A3K76B1	EUR		3.427	62.37	62.5	3.414	6.5	65.635	3.0995	0.45000	04/07/2041		
EUM	EU 3.375 04/11/42	EU000A3K4DV0	EUR		3.365	100.33	100.26	3.355	5	103.22	3.1395	3.37500	04/11/2042		
EUM	EU 1.25 04/02/43	EU000A3K4DG1	EUR		3.36	71.35	71.47	3.349	18.5	73.895	3.136	1.25000	04/02/2043		
EUM	EU 4.0 04/04/44	EU000A3K4EL9	EUR		3.372	108.89	109.02	3.363	8	111.42	3.205	4.00000	04/04/2044		
EUM	EU 2.625 04/02/48 G	EU000A3K4DM9	EUR		3.341	88.48	88.55	3.330	5	91.025	3.173	2.62500	04/02/2048		
EUM	EU 3.25 04/02/50 G	EU000A3K4EJ0	EUR		3.373	97.91	98.05	3.365	4	100.38	3.2275	3.25000	04/02/2050		
EUM	EU 0.7 06/07/51	EU000A3K7G56	EUR		3.316	53.96	54.05	3.300	7.5	56.58	3.108	0.70000	06/07/2051		
EUM	EU 2.5 04/10/52	EU000A3K4DT4	EUR		3.378	84.22	84.31	3.373	6	86.455	3.2415	2.50000	04/10/2052		
EUM	EU 3.0 04/03/53	EU000A3K4DY2	EUR		3.384	93.04	93.14	3.378	6	95.32	3.2535	3.00000	04/03/2053		
EUM	EU 3.375 05/10/54	EU000A3K4EY2	EUR		3.486	97.96	98.05	3.481	4	101.335	3.3045	3.37500	05/10/2054		

Figura 3.1: schermata TEST di MTS EU

In agosto 2023 MTS porta a termine l'iter autorizzativo con Consob e dalla fine dello stesso mese gli aderenti vengono sollecitati ad effettuare i test del nuovo mercato, verificando connettività e funzionamento dei sistemi di quotazione. Nel mese successivo, settembre, viene finalizzato il processo di adesione al nuovo mercato dei singoli partecipanti, completando la relativa documentazione di ammissione.

Le negoziazioni sul nuovo mercato hanno avuto inizio, come preannunciato, il 1° novembre 2023.

The screenshot displays the MTS Cash trading platform interface. At the top, there are navigation tabs for 'MENU', 'ORDERS', 'TRADING', 'BLOTTER', 'DATA', and 'ALERTS'. The main area shows a list of bonds with columns for MARKET, C., DESCRIPTION, ISIN, CCY, BID SIZE, BID YIELD, BID PRICE, ASK PRICE, ASK YIELD, ASK SIZE, MID PRICE, MID YIELD, COUPON, and MATU... The table lists various bonds such as EU 0.8 04/07/25, EU 0.0 06/07/28, EU 2.35 05/10/26, etc. On the right side, there is a 'MTS Cash Order Book' and a 'MTS Mid Price' section.

MARKET	C.	DESCRIPTION	ISIN	CCY	BID SIZE	BID YIELD	BID PRICE	ASK PRICE	ASK YIELD	ASK SIZE	MID PRICE	MID YIELD	COUPON	MATU...
EUM	NXG	EU 0.8 04/07/25	EU000A3K4DJ5	EUR	20	3.107	98.094	98.128	3.065	10	98.118	3.077	0.80000	04/07/2025
EUM	NXG	EU 0.0 06/07/28	EU000A3KT0V8	EUR	10	2.587	95.38	95.415	2.567	10	95.408	2.5705	0.00000	06/07/2028
EUM	NXG	EU 2.35 05/10/26	EU000A3K4R82	EUR	65	2.609	100.282	100.326	2.597	25	100.312	2.594	2.75000	05/10/2026
EUM	NXG	EU 2.0 04/10/27	EU000A3K4D56	EUR	20	2.548	98.385	98.424	2.535	10	98.406	2.5405	2.00000	04/10/2027
EUM	NXG	EU 2.875 06/12/27	EU000A3K4W66	EUR	30	2.568	100.952	100.988	2.556	10	100.976	2.5605	2.87500	06/12/2027
EUM	NXG	EU 0.0 04/10/28	EU000A3KWCF4	EUR	90	2.557	90.17	90.27	2.529	40	90.225	2.5415	0.00000	04/10/2028
EUM	NXG	EU 3.125 05/12/28	EU000A3K4EN5	EUR	10	2.584	102.15	102.24	2.562	60	102.19	2.574	3.12500	05/12/2028
EUM	NXG	EU 2.875 05/10/29	EU000A3L1FN4	EUR	20	2.606	101.27	101.35	2.59	10	101.325	2.5945	2.87500	05/10/2029
EUM	NXG	EU 1.625 04/12/29	EU000A3K7M42	EUR	10	2.599	95.26	95.35	2.59	50	95.31	2.5885	1.62500	04/12/2029
EUM	NXG	EU 3.125 04/12/30	EU000A3LN0F5	EUR	30	2.643	102.74	102.81	2.631	10	102.795	2.6335	3.12500	04/12/2030
EUM	NXG	EU 0.0 04/07/31	EU000A3KSW1	EUR	60	2.642	83.65	83.73	2.628	10	83.71	2.6315	0.00000	04/07/2031
EUM	NXG	EU 1.0 06/07/32	EU000A3K4DD8	EUR	40	2.694	88.15	88.24	2.681	60	88.205	2.6855	1.00000	06/07/2032
EUM	NXG	EU 2.750 04/02/33 G	EU000A3K4DW8	EUR	40	2.745	100.03	100.17	2.726	10	100.115	2.7355	2.75000	04/02/2033
EUM	NXG	EU 3.25 04/07/34	EU000A3K4B1	EUR	30	2.824	103.61	103.76	2.807	50	103.685	2.8155	3.25000	04/07/2034
EUM	NXG	EU 3.000 04/12/34	EU000A3K4E54	EUR	30	2.859	101.24	101.37	2.844	30	101.325	2.849	3.00000	04/12/2034
EUM	NXG	EU 0.4 04/02/37 G	EU000A3K4C42	EUR	10	2.938	73.9	74.08	2.915	5	74.01	2.9225	0.40000	04/02/2037
EUM	NXG	EU 3.375 04/10/38	EU000A3K4D74	EUR	10	3.09	103.21	103.39	3.074	20	103.335	3.079	3.37500	04/10/2038
EUM	NXG	EU 3.375 04/10/39	EU000A3LZ0X9	EUR	5	3.149	102.69	102.87	3.134	5	102.785	3.1405	3.37500	04/10/2039
EUM	NXG	EU 0.45 04/07/41	EU000A3KT681	EUR	5	3.158	65.04	65.2	3.142	10	65.15	3.147	0.45000	04/07/2041
EUM	NXG	EU 3.375 04/11/42	EU000A3K4P0	EUR	5	3.203	102.33	102.55	3.187	5	102.465	3.1935	3.37500	04/11/2042
EUM	NXG	EU 1.25 04/02/43	EU000A3K4DG1	EUR	5	3.201	73.14	73.24	3.184	5	73.27	3.1895	1.25000	04/02/2043
EUM	NXG	EU 4.0 04/04/44	EU000A3K4EL9	EUR	5	3.268	110.45	110.68	3.253	5	110.595	3.259	4.00000	04/04/2044
EUM	NXG	EU 2.625 04/02/48 G	EU000A3K4DM9	EUR	5	3.229	90.17	90.43	3.212	5	90.36	3.2165	2.62500	04/02/2048
EUM	NXG	EU 3.25 04/02/50 G	EU000A3K4EU	EUR	5	3.285	99.39	99.69	3.268	5	99.595	3.2735	3.25000	04/02/2050
EUM	NXG	EU 0.7 06/07/51	EU000A3KT6W6	EUR	5	3.156	55.96	56.29	3.131	5	56.125	3.1435	0.70000	06/07/2051
EUM	NXG	EU 2.5 04/10/52	EU000A3K4F74	EUR	5	3.287	95.7	96.03	3.267	5	95.895	3.279	2.50000	04/10/2052
EUM	NXG	EU 3.0 04/03/53	EU000A3K4D14	EUR	5	3.299	94.51	94.81	3.282	5	94.695	3.299	3.00000	04/03/2053
EUM	NXG	EU 3.375 05/10/54	EU000A3K4F2Y	EUR	5	3.348	100.51	100.85	3.33	5	100.69	3.3385	3.37500	05/10/2054

Figura 1.2: schermata PRODUZIONE di MTS EU

CAPITOLO 4 – Regolamento e operatività di MTS EU

4.1 Il Regolamento

MTS EU è stato creato come segmento del mercato MTS Cash Domestic, un MTF (sistema multilaterale di negoziazione) sotto la supervisione della Consob. Il regolamento di MTS Cash Domestic è applicabile a tutti i segmenti che rappresentano i mercati obbligazionari dei diversi paesi membri dell'Unione Europea sotto la gestione di MTS S.p.A.: MTS Austria, MTS Cyprus, MTS Czech Republic, MTS Germany, MTS Greece, MTS Hungary, MTS Ireland, MTS Israel (anche se non fa parte dell'UE), MTS Netherlands, MTS Portugal, MTS Slovakia, MTS Slovenia, MTS Spain and MTS EU. Dunque, il regolamento è integrato dagli Allegati specifici previsti per ognuno di questi mercati.

Il Regolamento disciplina l'organizzazione ed il funzionamento del Mercato, stabilendo i relativi termini e procedure. In particolare:

- a) i termini e le modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli Strumenti Finanziari dalle negoziazioni;
- b) i termini e le modalità di ammissione, esclusione e sospensione dei Partecipanti dalle negoziazioni;
- c) i termini e procedure per lo svolgimento delle negoziazioni, compresi gli impegni di market making, e il funzionamento dei servizi connessi;
- d) le modalità di pubblicazione e diffusione delle informazioni;
- e) le modalità di vigilanza e le relative sanzioni.

4.2 Strumenti finanziari ammessi alla negoziazione

Uno dei punti in cui il Regolamento prevede delle specifiche è la definizione degli strumenti finanziari che possono essere ammessi alla negoziazione. Su MTS EU sono ammessi strumenti emessi dall'Unione Europea tramite la Commissione Europea sul

mercato primario, con una vita residua di almeno un anno e un importo emesso superiore ai 3 miliardi di euro.

Ogni qualvolta la Commissione emette un nuovo titolo corrispondente a questi criteri, MTS procede in autonomia all'ammissione dello strumento su MTS EU rendendolo immediatamente disponibile alle negoziazioni.

Di seguito l'elenco dei titoli ammessi a quotazione su MTS EU riportati dal sito della Commissione Europea.

Tabella 4.1: titoli ammessi a quotazione [Dati sui titoli di debito dell'UE - Commissione europea \(europa.eu\)](#)

ISIN	Instrument	Maturity	Amount Outstanding* (EUR mn)
EU000A3K4C42	NGEU green bonds	04/02/2037	18.448
EU000A3K4D41	Bonds	04/07/2034	14.693
EU000A3K4D74	Bonds	04/10/2038	14.666
EU000A3K4D82	Bonds	05/10/2026	14.108
EU000A3K4DD8	Bonds	06/07/2032	19.007
EU000A3K4DG1	NGEU green bonds	04/02/2043	9.027
EU000A3K4DM9	NGEU green bonds	04/02/2048	14.000
EU000A3K4DS6	Bonds	04/10/2027	16.851
EU000A3K4DT4	Bonds	04/10/2052	9.500
EU000A3K4DV0	Bonds	04/11/2042	14.000
EU000A3K4DW8	NGEU green bonds	04/02/2033	11.756
EU000A3K4DY4	Bonds	04/03/2053	17.812
EU000A3K4EL9	Bonds	04/04/2044	9.710
EU000A3K4EN5	Bonds	05/12/2028	12.387
EU000A3K4ES4	Bonds	04/12/2034	11.735
EU000A3K4EU0	NGEU green bonds	04/02/2050	7.000
EU000A3K4EW6	Bonds	06/12/2027	8.895
EU000A3K4EY2	Bonds	05/10/2054	10.000
EU000A3K7MW2	Bonds	04/12/2029	17.771
EU000A3KSXE1	Bonds	04/07/2031	20.000
EU000A3KT6B1	Bonds	04/07/2041	16.003
EU000A3KTGV8	Bonds	06/07/2026	18.939
EU000A3KTGW6	Bonds	06/07/2051	14.000
EU000A3KWCF4	Bonds	04/10/2028	17.792
EU000A3L1CN4	Bonds	05/10/2029	5.000
EU000A3LNF05	Bonds	04/12/2030	12.470
EU000A3LZ0X9	Bonds	04/10/2039	6.050

4.3 I partecipanti al mercato

I partecipanti ammessi al mercato devono ottemperare ai requisiti di partecipazione previsti nel regolamento di MTS Cash Domestic:

- a) Istituti di credito autorizzati in un Paese membro dell'Unione Europea;
- b) Istituti di credito autorizzate in un Paese non membro dell'Unione Europea e che, in ottemperanza con le relative disposizioni di attuazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) 600/2014 e con l'articolo 67 del T.U.F. o con altre disposizioni normative applicabili allo specifico Partecipante, possono operare su un sistema multilaterale di negoziazione;
- c) imprese d'investimento che abbiano lo status di *Primary Dealer* autorizzato in un Paese in cui i titoli siano negoziabili nel relativo Segmento; se l'impresa d'investimento è autorizzata in un paese che non è membro dell'Unione Europea, la stessa deve essere autorizzata ad accedere ad un sistema multilaterale di negoziazione, in ottemperanza con le relative disposizioni di attuazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) 600/2014 e con l'articolo 67 del T.U.F. o con altre disposizioni normative applicabili allo specifico Partecipante;
- d) imprese d'investimento che abbiano lo status di *Primary Dealer* in almeno tre paesi dell'UE; se l'impresa d'investimento è autorizzata in un paese che non è membro dell'Unione Europea, la stessa deve essere autorizzata ad accedere ad un sistema multilaterale di negoziazione, in ottemperanza con le relative disposizioni di attuazione della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) 600/2014 e con l'articolo 67 del T.U.F. o con altre disposizioni normative applicabili allo specifico Partecipante.

Inoltre, il Partecipante deve soddisfare anche i seguenti requisiti:

- essere autorizzato alla negoziazione in conto proprio
- essere aderente a un sistema di liquidazione per il regolamento delle operazioni
- possedere requisiti di competenza e onorabilità
- disporre di un requisito patrimoniale minimo di 10 milioni di euro

- essere dotato di sistemi e procedure di controllo
- aver sottoposto il software che utilizza per negoziare a dei test di conformità come previsto da MTS
- avere un codice identificativo ISO 17442 (LEI¹⁹)

In aggiunta a questi criteri di partecipazione, MTS EU prevede che il Partecipante debba essere uno *European Primary Dealer* come descritto nel capitolo 1 del presente elaborato. Per poter effettivamente accedere alla negoziazione sulla piattaforma è necessario completare la documentazione di adesione prevista dalla società mercato. Una volta che MTS avrà valutato se il partecipante è in possesso di tutti i requisiti previsti dal Regolamento MTS e dai regolamenti Consob applicabili, comunicherà al partecipante l'esito del processo.

Su MTS EU i partecipanti possono avere solo il profilo di *Market Maker*.

4.4 Negoziazione e regolamento delle operazioni

La negoziazione sul segmento MTS EU non prevede eccezioni rispetto al mercato MTS Cash Domestic e può avvenire negli orari stabiliti dal regolamento: dalle 8:00 alle 17:30 CET.

I *market makers* possono negoziare tramite l'inserimento sulla piattaforma di negoziazione di "quote" e "ordini". La quota consiste in una proposta dell'operatore, indicante prezzo e quantità, di acquistare e vendere uno strumento finanziario, con l'obbligo di immettere sempre prezzi "a due vie": ciò significa immettere contemporaneamente un prezzo in acquisto (*bid*) e uno in vendita (*ask*). L'ordine rappresenta l'accettazione totale o parziale di una quota presente sul libro ordini. Quote e ordini possono essere immesse sulla piattaforma di negoziazione per quantitativi minimi definiti nelle *Regulatory Specifications*; queste costituiscono un complemento importante del Regolamento in quanto contengono le indicazioni operative relative a quantità di negoziazione, obblighi di *market making*, sistemi di regolamento utilizzabili.

MTS invia automaticamente le istruzioni di regolamento per entrambe le controparti di un'operazione al sistema di regolamento indicato nelle *Regulatory Specifications*. Il

¹⁹ LEI: *legal entity identifier*

regolamento delle operazioni concluse su MTS EU avviene presso un ICSD²⁰ (Euroclear o Clearstream), un depositario centrale di titoli che liquida e regola titoli internazionali. Sul mercato MTS EU è possibile utilizzare i servizi di Controparte Centrale. La Controparte Centrale è il soggetto che si interpone tra le due parti del contratto, assumendo quindi il rischio di controparte e garantendo il buon fine dell'operazione.

4.5 Monitoraggio e supervisione del mercato

MTS è responsabile di monitorare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato in ottemperanza con la "Regolamento (UE) N. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio"²¹ del 16 aprile 2014.

L'attività di monitoraggio prevede il controllo dell'ottemperanza con quanto previsto dal regolamento in merito agli obblighi del *market maker*. Nello specifico dovrà verificare che questi operatori rispettino gli obblighi di quotazione previsti dalla Commissione Europea per l'attività sul mercato secondario e riportate anche nelle *Regulatory Specifications*.

Gli obblighi di quotazione di MTS EU prevedono di immettere quotazione per almeno 3 ore nell'arco della giornata entro determinati valori di *bid-offer spread* e quantitativi (*size*), come indicato nella tabella seguente.

Tabella 2.2: valori di bid-off spread per scadenza

Maturity Bucket (scadenza)	Size	Spread (in centesimi)
A (1<years≤4)	10	6
B (4<years≤8)	10	12
C (8<years≤12)	10	18
D (12<years≤17)	5	24
E (17<years≤23)	5	30
F (> 23 years))	5	40

MTS verifica su base giornaliera la performance di quotazione dei singoli operatori, rendendo loro disponibili dei report in un'area dedicata protetta da password del sito web. Questi report giornalieri hanno lo scopo di fornire ai *market maker* delle indicazioni

²⁰ ICSD: *International Central Securities Depository* o Depositario Centrale Internazionale di Titoli

²¹ [Regolamento \(UE\) N. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio](#)

importanti sulla loro attività di quotazione, permettendo loro di poter migliorare la performance nei confronti della Commissione Europea.

		Bank performances								
BondCode	Description	Compliance	Spread	Quoting Time	Average BID Qty	Average ASK Qty	Average Spread - Avg Bid/Ask Qty	Max Spread	Min Qty	
EU000A3K4C42	EU 0.4 04/02/37 G	OK	0.24	05:50:15	10.00	10.00		0.24	5.00	
EU000A3K4D41	EU 3.25 04/07/34		0.15	01:50:03			(0.73;10.00/10.00)	0.18	10.00	
EU000A3K4D74	EU 3.375 04/10/38	OK	0.24	05:35:56	5.00	5.00		0.24	5.00	
EU000A3K4D82	EU 2.75 05/10/26	OK	0.06	05:49:35	10.00	10.00		0.06	10.00	
EU000A3K4DD8	EU 1.0 06/07/32	OK	0.18	05:52:40	10.00	10.00		0.18	10.00	
EU000A3K4DG1	EU 1.25 04/02/43	OK	0.26	05:06:54	5.00	5.00		0.30	5.00	
EU000A3K4DJ5	EU 0.8 04/07/25	OK	0.06	05:49:35	10.00	10.00		0.06	10.00	
EU000A3K4DM9	EU 2.625 04/02/48 G	OK	0.40	05:52:40	5.00	5.00		0.40	5.00	
EU000A3K4DS6	EU 2.0 04/10/27	OK	0.06	05:49:35	10.00	10.00		0.06	10.00	
EU000A3K4DT4	EU 2.5 04/10/52	OK	0.40	05:52:40	5.00	5.00		0.40	5.00	
EU000A3K4DV0	EU 3.375 04/11/42	OK	0.30	05:48:53	5.00	5.00		0.30	5.00	
EU000A3K4DW8	EU 2.750 04/02/33 G	OK	0.13	05:52:40	22.30	22.30		0.18	10.00	
EU000A3K4DY4	EU 3.0 04/03/53	OK	0.40	05:52:40	5.00	5.00		0.40	5.00	
EU000A3K4EL9	EU 4.0 04/04/44	OK	0.30	05:50:17	7.13	7.13		0.30	5.00	
EU000A3K4EN5	EU 3.125 05/12/28	OK	0.12	05:47:14	15.59	15.59		0.12	10.00	
EU000A3K4ES4	EU 3.000 04/12/34	OK	0.15	05:52:40	10.00	10.00		0.18	10.00	
EU000A3K4EU0	EU 3.25 04/02/50 G	OK	0.40	05:52:40	5.00	5.00		0.40	5.00	
EU000A3K4EW6	EU 2.875 06/12/27	OK	0.07	05:43:35	10.00	10.00		0.12	10.00	
EU000A3K7MW2	EU 1.625 04/12/29	OK	0.12	05:52:40	10.00	10.00		0.12	10.00	
EU000A3KSXE1	EU 0.0 04/07/31	OK	0.12	05:48:04	12.75	12.75		0.12	10.00	
EU000A3KT6B1	EU 0.45 04/07/41	OK	0.26	05:51:33	5.00	5.00		0.30	5.00	
EU000A3KTGV8	EU 0.0 06/07/26	OK	0.06	05:40:09	10.00	10.00		0.06	10.00	
EU000A3KTGW6	EU 0.7 06/07/51	OK	0.39	05:52:35	5.00	5.00		0.40	5.00	
EU000A3KWCF4	EU 0.0 04/10/28	OK	0.12	05:49:35	10.00	10.00		0.12	10.00	
EU000A3LNF05	EU 3.125 04/12/30	OK	0.12	05:49:28	15.00	15.00		0.12	10.00	

NOTE FOR PARTICIPANTS:

- 'Spread' is the average spread of all compliant quotes
- 'Quoting time' is the time quoted in compliance with spread and quantity
- 'Average BID (or ASK) quantity' is the average quantity quoted in BID and ASK taking into consideration all compliant quotes
- 'Avg Spread - Avg Bid/Ask Qty' is the average spread and quantity calculated on ALL quotes (including quotes non-compliant)
- The field is populated only if reference spread/size are quoted for less than 3 hours. In all the other cases, the field 'Avg Spread - Avg Bid/Ask Qty' is blank.
- Max Spread and Min Quantity are the quoting requirements

Figura 4.3: esempio report di quotazione sull'area dedicata del sito MTS

Ogni nuovo partecipante a MTS EU deve dare delega a MTS per la trasmissione alla Commissione della propria attività di quotazione.

MTS invia mensilmente alla Commissione Europea dei report sull'attività di ogni singolo *market maker*. La valutazione di questi operatori viene effettuata dalla Commissione in base a quanto specificato nelle GTC (*General Terms and Conditions*).

CAPITOLO 5 - Impatti sulla liquidità dei titoli emessi dalla EU

5.1 Analisi del rendimento dei *benchmark*

In seguito all'analisi dell'intero processo di creazione del mercato è opportuno osservare quali sono stati per l'emittente i reali benefici, ovvero se è stato raggiunto lo scopo di poter migliorare i costi di finanziamento incrementando la diffusione degli strumenti emessi. A tal proposito è stata svolta un'analisi relativa all'andamento degli *asset swap spread* (ASW) rispetto ai titoli di riferimento emessi dalla Commissione. Sono stati presi in considerazione i titoli di riferimento (*benchmark*) con scadenze a 5, 10 e 30 anni. Gli *Asset swap* sono degli *swap* nei quali sono scambiati degli strumenti a tasso fisso e tasso variabile. Questi strumenti sono utilizzati come assicurazione contro perdite dovute a peggioramenti del rischio di credito, per eventi quali bancarotta o fallimento, dell'emittente dei titoli. Lo *spread* contro *asset swap* è il differenziale tra il rendimento di un titolo e il tasso *swap* (*swap rate*) corrispondente; essenzialmente rappresenta il premio o lo sconto che il possessore di un titolo paga o riceve in relazione al tasso *risk-free* (*swap rate*) per assumersi il rischio di credito di un'obbligazione. È quindi indicativo della percezione del rischio di credito di un emittente.

Nel seguente paragrafo sono riportati i grafici relativi ai titoli citati precedentemente.

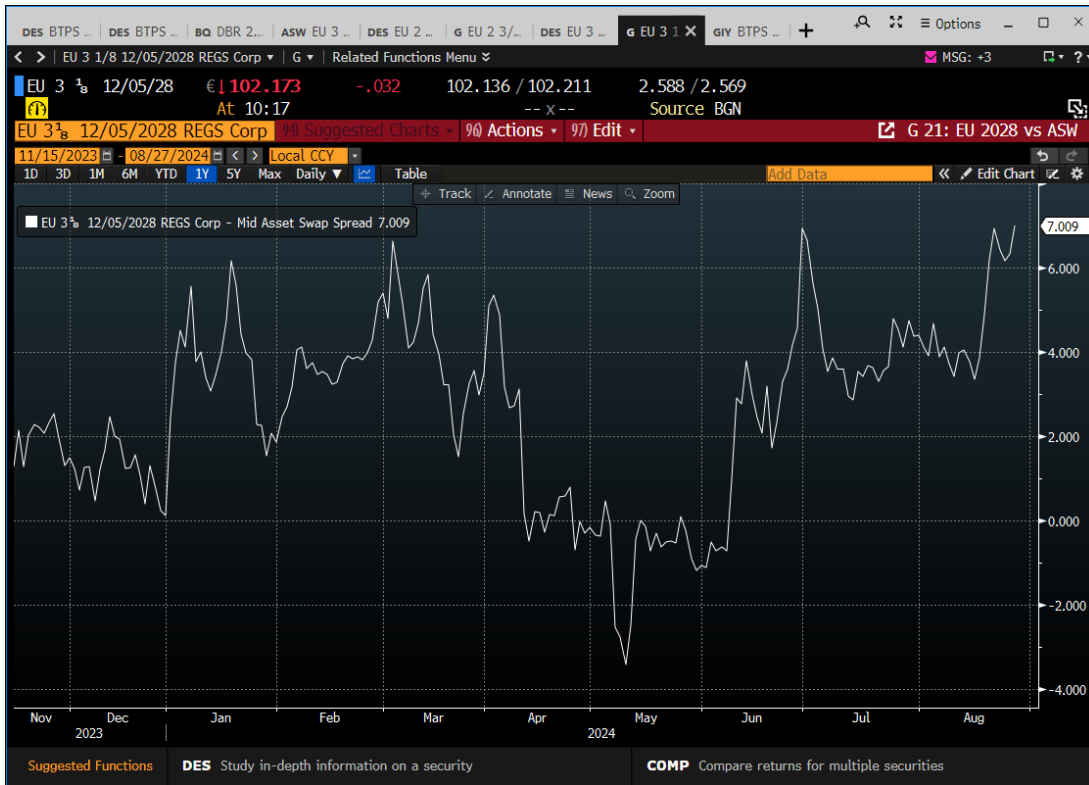


Figura 5.1: benchmark titoli EU 5 anni



Figura 5.2: benchmark titoli EU 10 anni



Figura 5.3: benchmark titoli EU 30 anni

Si può notare come al lancio del mercato lo *spread* si sia generalmente ridotto, mostrando l'effetto positivo sulla liquidità portato dal nuovo mercato secondario. Tuttavia, con il passare dei mesi, si può notare un aumento dello *spread* che può però essere ricondotto a fattori esogeni.

Sono stati analizzati comparativamente i *benchmark* a 5, 10 e 30 anni dei titoli governativi francesi. Si nota infatti come il merito di credito dei titoli EU tenda ad essere assimilato più ai titoli francesi che ai titoli tedeschi (grafico del titolo BUND a 30 anni contro *Asset swap*, Figura 5.7). Si osserva come i titoli francesi abbiano subito un allargamento dello *spread*, che denota un peggioramento del merito di credito, in concomitanza delle elezioni. I titoli EU ovviamente ne hanno risentito solo in parte ed esprimono un rendimento più basso dei titoli francesi per scadenze omogenee.

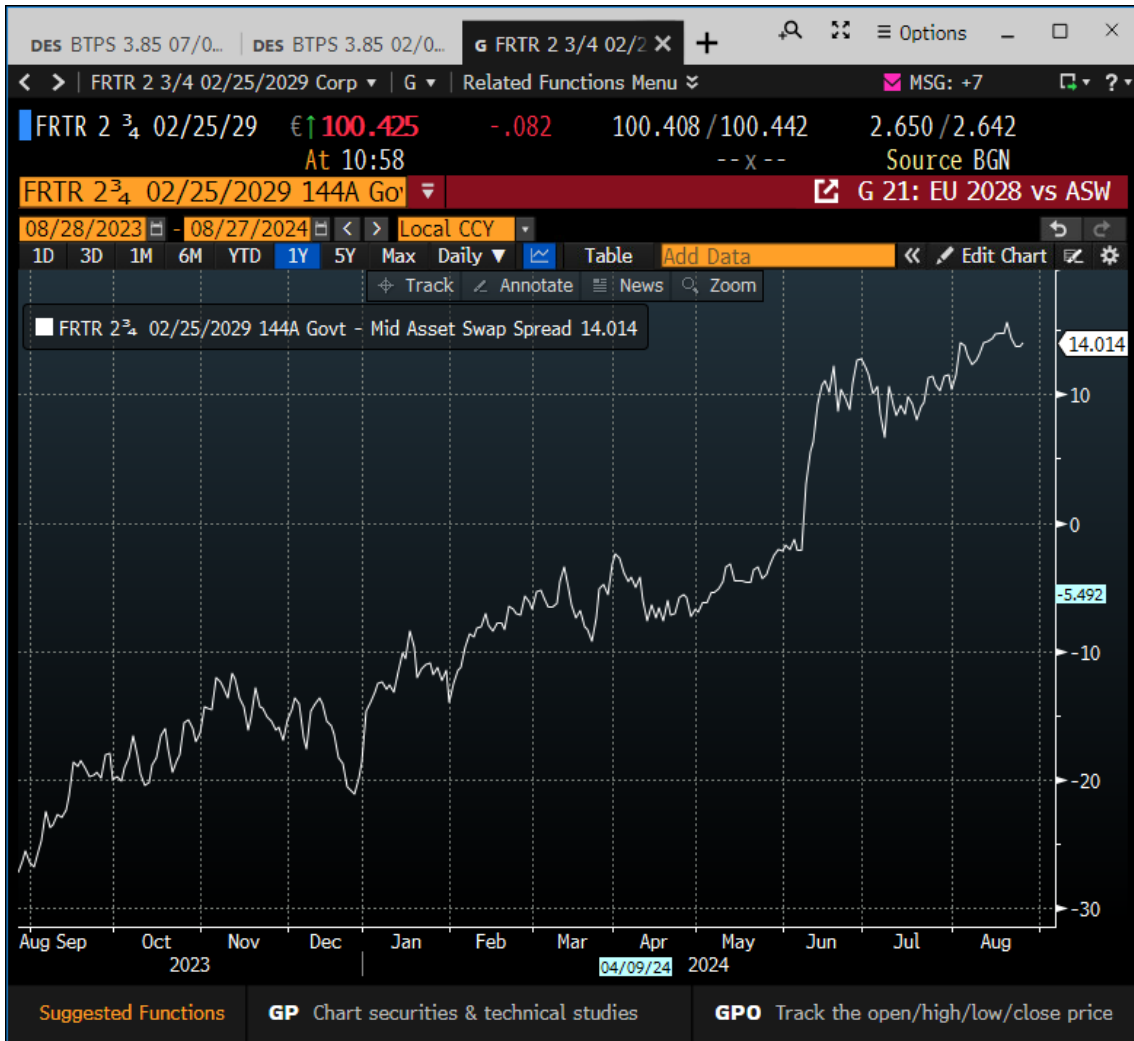


Figura 5.4: benchmark titoli francesi 5 anni



Figura 5.5: benchmark titoli francesi 10 anni



Figura 5.6: benchmark titoli francesi 30 anni



Figura 5.7: benchmark BUND 30 anni

5.2 Analisi del *bid-offer spread*

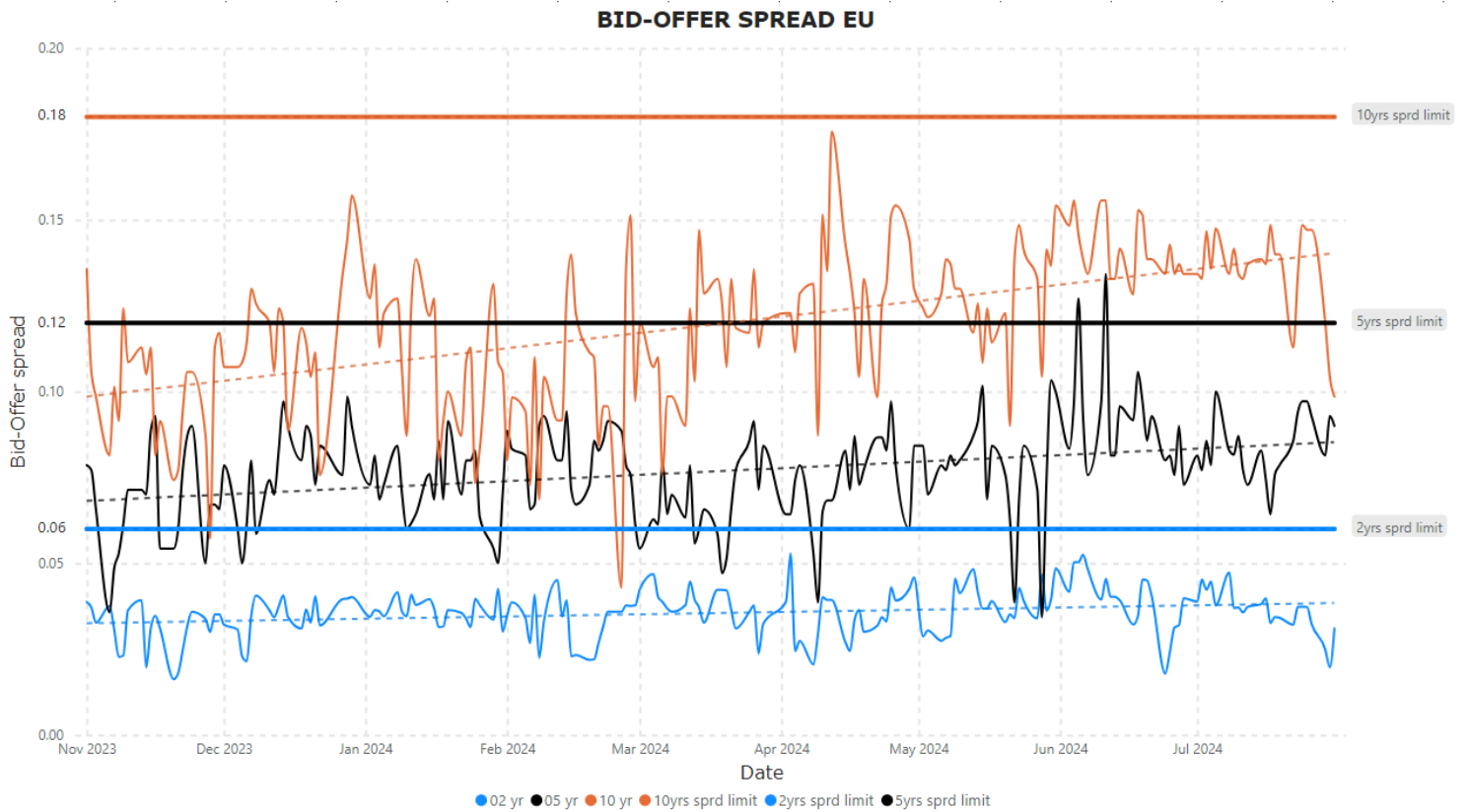


Figura 5.8: grafico bid-offer spread su benchmark 2, 5 e 10 anni

Questo grafico confronta il *bid-offer spread* obbligatorio come stabilito dalla Commissione Europea ed indicato nella *Tabella 4.2* e il *bid-offer spread* medio espresso dai *Primary Dealer* sul mercato MTS EU. Si può notare come i valori espressi dai *Primary Dealer* siano migliori rispetto ai parametri obbligatori. Questo dimostra come il mercato secondario presenti una condizione di forte liquidità, offrendo agli operatori le migliori condizioni per poter essere più competitivi degli obblighi loro imposti.

5.3 Volumi degli scambi

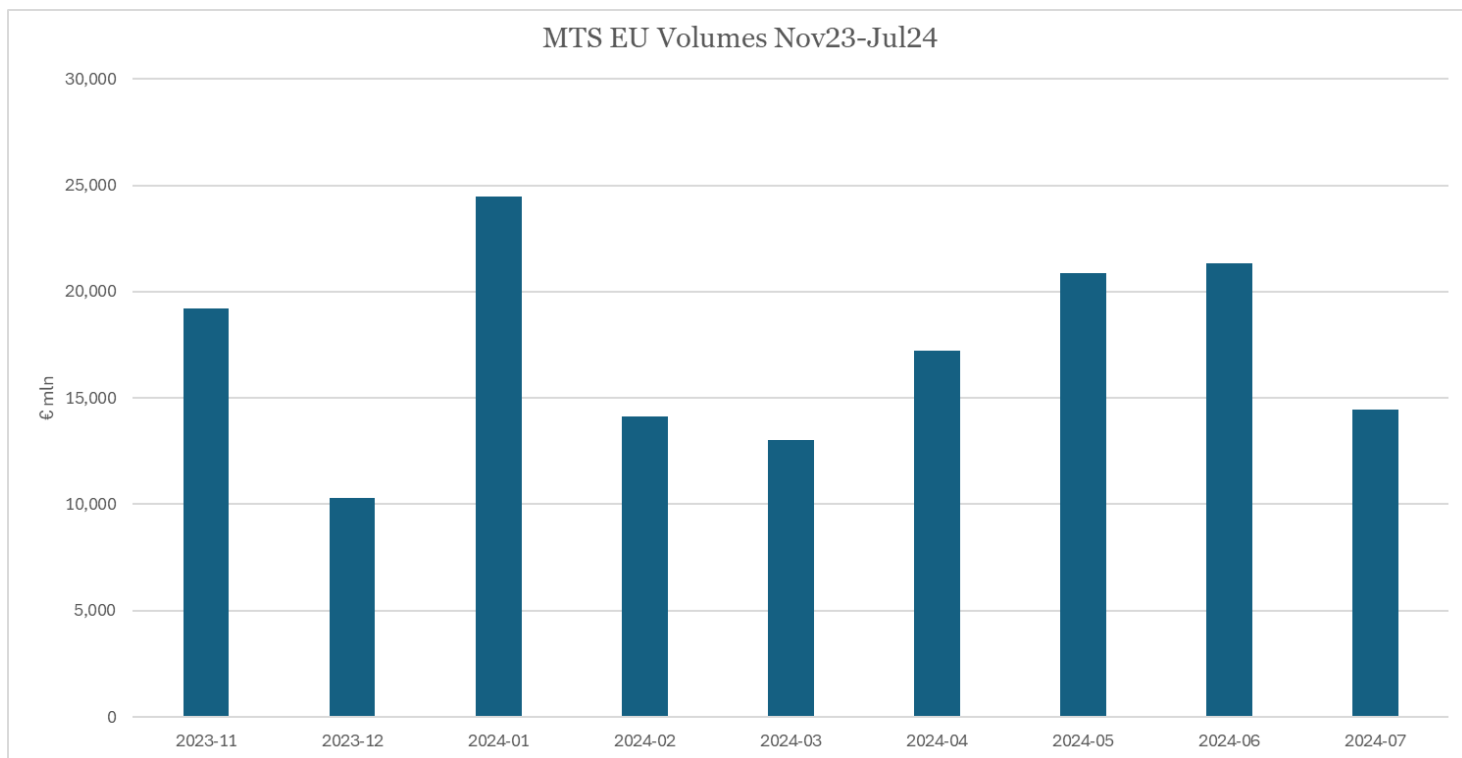


Figura 5.9: grafico dei volumi scambiati su MTS EU dall'apertura ad oggi

Il grafico mostra l'andamento dei volumi scambiati a livello mensile sul mercato MTS EU dalla data di apertura (1° novembre 2023) fino agli ultimi dati disponibili di fine luglio.

I volumi sono stati molto significativi già dal lancio anche comparativamente ad altri mercati governativi nazionali gestiti da MTS S.p.A. Indice anche questo del livello di efficienza raggiunto dal mercato secondario, in favore del progetto della Commissione Europea.

CONCLUSIONI

Questa tesi ha affrontato il processo che ha portato alla nascita di un nuovo mercato europeo, analizzando in modo complessivo il sistema all'interno del quale è stato inserito. Lo scopo della ricerca è stato quello di comprendere il funzionamento di questa nuova piattaforma e gli *step* tecnico-burocratici che si sono susseguiti fino al lancio ufficiale del mercato MTS EU.

La decisione della Commissione Europea di iniziare ad emettere debito pubblico come una comune nazione rappresenta sicuramente un passo verso nuove realtà future che interesseranno l'Europa. L'ambiziosità del progetto non risiede solamente nel fatto che ad emettere titoli di debito pubblico sia un ente sovranazionale, ma sta nella direzione di unificazione che si rispecchia nelle nuove politiche europee. L'affermazione azzardata appena espressa può tuttavia essere motivata. È risaputo che alla base delle unità nazionali si trovano interessi prettamente economici; interessi simili hanno portato allo sviluppo in diverse fasi dell'Unione Europea come la conosciamo oggi.

L'obiettivo della Commissione è di garantire sostegno economico ai paesi europei, dilaniati dalla crisi causata dall'epidemia mondiale di Covid-19, e per farlo ha effettivamente assunto la posizione di garante. Infatti, le emissioni hanno lo scopo di raccogliere i fondi da ripartire tra le varie nazioni, senza che queste debbano farlo per proprio conto; un emittente come l'UE (che emette tramite la Commissione Europea) garantisce una stabilità molto più marcata rispetto ai singoli stati, riducendo il rischio annesso all'investimento e conseguentemente aumentando la velocità di raccolta dei fondi, obiettivo difficilmente raggiungibile dai paesi con economie più deboli.

Il progetto, dal 2021 ad oggi, ha sicuramente donato grandi soddisfazioni alla Commissione e agli investitori, rappresentando un forte segnale di ripresa da parte dell'Unione Europea. Nonostante il termine dell'emissione di titoli sia prevista entro il 2026, il panorama è chiaramente aperto a sviluppi e ripercussioni nel lungo periodo.

Uno degli aspetti più rilevanti da monitorare sarà la capacità dell'Unione Europea di mantenere e rafforzare la fiducia degli investitori a lungo termine, in particolare alla luce delle differenti condizioni economiche dei vari Stati membri. L'emissione di debito comune rappresenta non solo un'opportunità di consolidamento economico, ma anche un banco di prova per la coesione politica dell'Unione. L'interdipendenza finanziaria che ne deriva potrebbe rafforzare l'integrazione europea, ma allo stesso tempo esporre l'UE a

nuove tensioni, specialmente se i paesi membri non dovessero concordare sull'utilizzo dei fondi raccolti o sulle future politiche economiche da adottare.

Inoltre, sarà cruciale osservare come il successo di questa iniziativa influenzerà le future decisioni di politica fiscale e monetaria a livello europeo. Potrebbe questo rappresentare il preludio all'adozione di politiche economiche sempre più centralizzate oppure emergeranno pressioni per mantenere maggiore autonomia a livello nazionale?

Un'altra area di potenziale sviluppo riguarda l'allargamento della piattaforma MTS EU ad altri strumenti finanziari, che potrebbero ulteriormente solidificare il mercato unico dei capitali europeo. L'espansione di questa iniziativa potrebbe anche incentivare altre istituzioni sovranazionali o blocchi regionali a esplorare approcci simili, contribuendo così a una trasformazione più ampia del sistema finanziario globale.

In conclusione, mentre il progetto ha rappresentato un passo avanti significativo per l'Unione Europea, la sua evoluzione e le sue future implicazioni rimangono aperte a ulteriori sviluppi. La capacità dell'UE di affrontare questo nuovo percorso determinerà non solo il successo di questa specifica iniziativa, ma potrebbe avere ripercussioni profonde sull'intera architettura economica e politica del continente. Sarà quindi fondamentale continuare a monitorare da vicino i progressi e le dinamiche che emergeranno nei prossimi anni, con un occhio attento sia alle opportunità che ai rischi potenziali, tenendo in considerazione che altri enti sovranazionali stanno attualmente valutando progetti simili.

SITOGRAFIA

Beda Romano; *Eurobond, la Ue emetterà 800 miliardi per finanziare la ricostruzione*; *Il Sole 24 Ore*; 15/04/2021

[Eurobond, la Ue emetterà 800 miliardi per finanziare la ricostruzione - Il Sole 24 ORE](#)

[Market Maker, Liquidity provider e Specialist - Borsa Italiana](#)

[Rete di rivenditori principali - Commissione europea \(europa.eu\)](#)

Decisione di Esecuzione (UE) 2023/1602 della Commissione Europea del 04/08/2023
[eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023D1602](#)

[Piano per la ripresa dell'Europa - Commissione europea](#)

[ECB - Explaining syndication in the sovereign bond market](#)

[OECD Sovereign Borrowing Outlook 2021](#)

[MEF - Dipartimento del Tesoro - Specialisti in titoli di Stato](#)

[Bank of Italy - Primary Dealers and Specialists](#)

[Criteri di Valutazione Specialisti anno 2024 - MEF Dipartimento del Tesoro](#)

[Ministero dell'economia e delle finanze - Wikipedia](#)

What Is a Bid-Ask Spread, and How Does It Work in Trading?

[What is the Bid-Ask Spread?](#)

Kyle, A.S. (1985). "Continuous Auctions and Insider Trading." *Econometrica*, 53(6), 1315-1335:<https://www.jstor.org/stable/1913210>

Depth of Market Meaning and How to Use DOM Data [Depth of Market](#)

[Technology | MTS Markets](#)

Second Report On The Liquidity Of The Secondary Market Of Italian Government Bonds, Year 2023 | MTS Markets

Decisione di esecuzione (EU) 2023/1602 della Commissione: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023D1602>

General Terms and Conditions: [e3876019-2efa-4f30-a34e-607aae53fce6_en \(europa.eu\)](#)

Regolamento (UE) N. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16/04/2014