

I mercati: premessa

- I mercati vengono normalmente organizzati con riferimento a categorie di titoli omogenei tra loro. I mercati che compongono un sistema finanziario sono i seguenti
 - **mercato monetario**: mercato di strumenti finanziari a breve termine e con grado di rischio nullo o basso;
 - **mercato finanziario**: mercato di strumenti finanziari a medio/lungo termine (titoli di stato, obbligazioni e azioni);
 - **mercato dei cambi**: mercato delle valute (a pronti e a termine);
 - **mercato dei derivati**: mercato di *future*, contratti a termine. *swap* e opzioni;
 - **mercato internazionale dei capitali**

- In tutti i mercati, e in particolare in quelli azionari e obbligazionari, bisogna distinguere:
 - **mercato primario**: è il mercato delle nuove emissioni di titoli; esso ha la funzione di esprimere un prezzo per i titoli di nuova emissione e di fornire fondi all'emittente, tipicamente un'unità in deficit; è quindi il mercato che lega le decisioni di spesa e di investimento delle unità in deficit con le decisioni finanziarie delle unità in surplus;
 - **mercato secondario**: è il mercato in cui vengono scambiati titoli già emessi; esso assolve la funzione di esprimere nel continuo il prezzo (quindi la valutazione) dei singoli titoli emessi e al tempo stesso di consentire all'originale acquirente di liquidare il proprio investimento; non fornisce risorse all'emittente.

- Nei paesi anglosassoni i mercati sono sorti “dal basso” su iniziativa degli operatori. La borsa era una libera organizzazione retta dai suoi membri.
- Nei paesi dell’Europa Continentale si è invece diffuso un concetto di borsa come istituzione pubblica, secondo una visione che portava ad attribuire allo stato e alle sue strutture organizzative aspetti essenziali come l’accertamento dei prezzi, la determinazione delle procedure.
- Il passaggio alla borsa come impresa è stato indotto nei vari paesi europei dal recepimento della direttiva europea sui servizi di investimento.

- Il mercato è un'organizzazione complessa ed è sempre caratterizzato da regole di funzionamento variamente articolate; vi sono mercati regolamentati (disciplinati da norme generali e di vigilanza) e mercati tra operatori (*OTC*).
- I mercati possono essere aperti al pubblico o riservati a particolari categorie di operatori.
- Un mercato, quale che sia la sua forma organizzativa, prevede almeno le seguenti procedure, e dunque fornisce ai partecipanti i seguenti servizi:
 - determinazione dei criteri di ammissione alla quotazione e quotazione dei titoli (*listing*);
 - raccolta degli ordini di acquisto e vendita;

- formazione del prezzo in base agli ordini (*price discovery*);
- informazioni sugli ordini prima e dopo la conclusione degli scambi;
- esecuzione degli ordini (attraverso procedure di *clearing* e *settlement*);
- sorveglianza sull'osservanza delle procedure relative ai punti precedenti (*market surveillance*).

La Borsa Italiana

- La Borsa Italiana è una società per azioni privata che dal 2 gennaio 1998 organizza e gestisce i mercati mobiliari italiani. Il suo capitale è detenuto da banche, società d'investimento (Sim) e da un'associazione di emittenti.
- L'odierna impostazione societaria è improntata a principi imprenditoriali e di autoregolamentazione.
- La Borsa Italiana ha l'obiettivo di consentire agli operatori di negoziare gli strumenti finanziari alle migliori condizioni di liquidità, trasparenza ed economicità e nello stesso tempo di perseguire efficienza e redditività.

- La Borsa ha il compito di definire l'organizzazione e le modalità di funzionamento dei mercati e di stabilire i requisiti e le procedure per l'ammissione e la permanenza dei titoli nel mercato e le regole di accesso e di operatività degli intermediari.
- La Borsa inoltre vigila sul regolare andamento delle contrattazioni, intervenendo anche con provvedimenti di sospensione dalla quotazione e con richieste di informazioni alle società al fine di garantire trasparenza al mercato e parità di trattamento degli operatori.

- I mercati mobiliari gestiti dalla Borsa Italiana sono i seguenti:

Mercato	Strumenti negoziati
Mercato di Borsa	<p><u>Mercato Telematico Azionario (MTA)</u>: azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione, <i>warrant</i>, <i>covered warrant</i>, quote di fondi mobiliari chiusi e quote di fondi immobiliari chiusi</p> <p><u>Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato (MOT)</u>: obbligazioni non convertibili e titoli di Stato (al dettaglio)</p> <p><u>EuroMOT</u>: euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e <i>asset-backed securities (ABS)</i></p> <p><u>Mercato Telematico dei Contratti a Premio (MPR)</u>: contratti a premio relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, <i>warrant</i> e diritti di opzione quotati</p>
Mercato Ristretto	Azioni, obbligazioni, <i>warrant</i> e diritti di opzione
Nuovo Mercato (NM) (appartenente al circuito Euro.NM)	Azioni di imprese innovative ad elevato tasso di crescita e relativi diritti di opzione
IDEM (Italian Derivatives Market)	Strumenti derivati aventi come attività sottostante i titoli e gli indici del mercato di borsa
MIF (Mercato Italiano dei Future)	<i>Future</i> e contratti di opzione aventi come attività sottostante titoli di Stato e tassi d'interesse

Il mercato primario

- L'attività di mercato primario comprende:
 - i collocamenti finalizzati alla quotazione in Borsa di nuove azioni;
 - gli aumenti di capitale di società quotate;
 - operazioni di finanza straordinaria effettuate da società quotate per acquisire o aggregare altre imprese mediante offerte pubbliche di acquisto e scambio.

La quotazione di nuove azioni

- Le società non quotate che vogliono raccogliere sul mercato le risorse finanziarie per sostenere lo sviluppo dell'attività devono organizzare una **offerta pubblica iniziale** (IPO) che ha l'obiettivo di diffondere i titoli tra una vasta cerchia di investitori e di richiedere l'ammissione alla quotazione in Borsa, che garantisce la negoziabilità dei titoli e quindi ne favorisce il collocamento.
- La quotazione non necessariamente avviene con un'IPO: ci sono ammissioni senza offerta pubblica, spin-off, fusioni con società quotate, quotazioni di società già quotate su altri mercati).

Vantaggi e costi della quotazione: la società quotanda

- Sono stati individuati in letteratura numerosi vantaggi che una società può ottenere attraverso la quotazione; occorre evidenziare che sono vantaggi quasi sempre *supposti* poiché è difficile con analisi empiriche verificare la relazione di causa/effetto.
- I vantaggi sono comunque riconducibili a 2 categorie:
 - benefici di natura finanziaria
 - benefici di natura operativa(vantaggi fiscali: legge Tremonti, riforma Visco)

La società quotanda: benefici di natura finanziaria

- La società che si quota ha accesso a un canale di finanziamento diverso (alternativo a quello bancario) che consente di richiedere fondi a tutti i potenziali investitori - individuali e istituzionali, italiani ed esteri - e di ricorrere ad essi più volte nel tempo e per importi anche molto grandi.
- La raccolta di fondi mediante la borsa è meno costosa: a parità di altre condizioni una società quotata sostiene un costo del capitale minore di una società comparabile non quotata.

- La ragione del minor costo del capitale in caso di quotazione è che gli investitori apprezzano l'agevole liquidabilità del titolo quotato: ad una società non quotata essi richiedono un “premio di liquidità” - cioè un rendimento più elevato - a fronte dei rischi connessi alla più difficile liquidabilità dei titoli.
- La quotazione può comportare anche un minor costo del debito, per due ragioni:
 - genera una struttura finanziaria più equilibrata che rende il debito meno rischioso e consente di ottenere dai creditori un costo di finanziamento più basso;
 - impone una maggiore trasparenza per l'impresa, che ha obblighi di informazione verso il pubblico, e ciò va anche a beneficio dei creditori.

- Gli aspetti qui evidenziati rendono la quotazione uno strumento molto importante:
 - per effettuare grandi investimenti, nel qual caso occorre una pluralità di canali di finanziamento;
 - per favorire la crescita della società tramite acquisizioni di altre aziende e aggregazioni con altri gruppi: i titoli quotati possono infatti essere utilizzati come mezzo di pagamento e il loro prezzo di mercato costituisce una base di riferimento su cui fondare i valori delle offerte per realizzare combinazioni e alleanze strategiche.

La società quotanda: benefici di natura operativa

- La società che si quota ha un miglioramento importante in termini di immagine non solo poiché diventa più conosciuta ma anche perché viene percepita come più “sicura” e affidabile in quanto esposta alla valutazione del mercato: godere di fiducia e apprezzamento degli investitori consente una crescita rapida e finanziariamente equilibrata.
- La società quotata può inoltre attrarre più facilmente manager qualificati per due ragioni:
 - il top management è più visibile e i risultati della sua gestione sono direttamente apprezzabili dal mercato e riscontrabili nell’andamento dei valori di borsa;

- possono essere offerti ai manager schemi di incentivazione (*stock option*) fondati sulla partecipazione al capitale e quindi sull'acquisizione di azioni all'occorrenza agevolmente monetizzabili e il cui valore può essere facilmente osservato.
- In termini più generali la quotazione è condizione necessaria per realizzare piani di partecipazione dei dipendenti al capitale, sia in forma diretta sia attraverso meccanismi di previdenza integrativa, con effetti favorevoli sul clima aziendale e sulla condivisione di criteri di efficienza produttiva.

La società quotanda: costi della quotazione

Costi diretti

- compensi dei consulenti e dei legali, costi di *auditing*
- costi di stampa dei documenti d'offerta
- commissioni di collocamento

Costi indiretti

- tempo impiegato dal management per organizzare l'offerta
- underpricing* (prezzo d'offerta più basso di quello immediatamente successivo all'IPO)

Costi ricorrenti (legati all'esigenza di dotarsi di una struttura idonea allo status di quotata)

- uffici societari
- investor relator*
- controllo dei conti

- Il costo ricorrente principale non è però tanto di natura monetaria quanto in termini di accresciuta responsabilità degli amministratori nella *disclosure* delle informazioni (norme su *insider trading* e su protezione di azionisti di minoranza).

Vantaggi e costi della quotazione: gli azionisti di controllo

- Dal punto di vista dell'azionista di controllo:
 - il vantaggio principale della quotazione è la disponibilità di un prezzo ufficiale dei titoli detenuti e la possibilità di monetizzare l'investimento in qualsiasi momento. E' un aspetto rilevante per tutti gli azionisti, vecchi e nuovi, ma lo è in misura particolare per gli azionisti di controllo, i quali possono più agevolmente disinvestire la loro partecipazione, diversificare la composizione del proprio portafoglio ed eventualmente dare in garanzia le azioni per ottenere finanziamenti;
 - a fronte di questo, vi può essere il rischio della perdita del controllo (scalate); inoltre, per effetto delle norme sull'Opa obbligatoria, in caso di cessione del controllo si deve condividere il premio con gli azionisti di minoranza.

Il processo di quotazione: definizione delle caratteristiche dell'offerta

- Per ottenere l'ammissione alla quotazione occorre che la società (con una OPS) o alcuni suoi azionisti (con una OPV) offrano al pubblico una quota del capitale rappresentato da azioni ordinarie, di norma almeno il 25%. Per definirla, occorre considerare:
 - la percentuale che il gruppo di maggioranza intende conservare (contendibilità);
 - l'esigenza di assicurare frequenza e continuità agli scambi.
- Se l'offerta è finalizzata ad accrescere le risorse della società per finanziare investimenti, la sua entità viene definita in funzione di questi ultimi e si effettua un aumento di capitale riservato al mercato (OPS).

- Se l'offerta è finalizzata a consentire ai vecchi azionisti di cedere le proprie azioni (OPV), la sua entità è svincolata dal fabbisogno finanziario della società, che non riceve alcun afflusso di fondi (tipicamente le privatizzazioni).
- Spesso le operazioni prevedono che le azioni da collocare siano in parte cedute da vecchi azionisti e in parte siano di nuova emissione (OPVS).
- Per il prezzo di offerta, viene definito un intervallo di valori comunicato al mercato, ottenuto in base alla stima del valore del capitale azionario. Il prezzo finale è fissato nell'imminenza del collocamento.

Il processo di quotazione: documentazione d'offerta e comunicazioni

- Il documento base per l'informativa al pubblico dei potenziali investitori è il prospetto informativo che, prima di essere distribuito, deve essere approvato dalla Consob. Esso contiene informazioni contabili e gestionali sulla società e sull'offerta, organizzate secondo uno schema a contenuto minimo obbligatorio.
- In ogni caso tutte le informazioni inerenti all'offerta che vengono diffuse devono preventivamente essere sottoposte alla Consob, per evitare che siano incomplete o fuorvianti e assicurare che l'investitore assuma una decisione d'investimento consapevole.

Il processo di quotazione: collocamento

- Di solito il collocamento avviene dividendo l'offerta in due *tranches*, una rivolta agli investitori istituzionali e un'altra al pubblico dei risparmiatori.
- Il **global coordinator**, generalmente una banca o un'*investment bank*, è l'intermediario selezionato per coordinare l'offerta globale, cioè organizzare entrambe le *tranches* dell'offerta.
- In alcuni casi vi possono essere più *global coordinator*: nelle offerte di grandi dimensioni collocate contemporaneamente su più mercati nazionali, la quota offerta al pubblico viene in ogni paese affidata a un grande intermediario locale.

Collocamento: la tranche offerta al pubblico

- Il collocamento della *tranche* offerta al pubblico avviene mediante un consorzio formato da banche e società di servizi d'investimento, la cui formazione è curata dal **lead manager** (capofila), che riceve una commissione di organizzazione (*management fee*). Il *lead manager* spesso è lo stesso *global coordinator*; in caso contrario, esso coordina le fasi del collocamento al pubblico in accordo e con la supervisione del *global coordinator*.
- Il *lead manager*, che tiene i contatti con la società offerente, invita altri intermediari a partecipare al consorzio.

- L'invito a partecipare al consorzio è effettuato mediante una proposta che contiene, tra l'altro, un intervallo di prezzi per il collocamento.
- Il numero di intermediari dipende dalle dimensioni dell'offerta ma è sempre piuttosto alto per garantire la massima capillarità alla diffusione dei titoli.
- Alcuni dei partecipanti assumono talvolta impegni di entità maggiore rispetto agli altri e svolgono parzialmente compiti di organizzazione (ruolo di *co-manager* o *co-lead manager*), ricevendo dal *lead-manager* una parte della *management fee*.

•Gli impegni dei partecipanti al consorzio sono regolati nel “patto consortile” e dipendono dal tipo di consorzio:

- nei consorzi di semplice collocamento gli intermediari sollecitano l’acquisto o la sottoscrizione dei titoli e percepiscono una commissione in base al controvalore dei titoli effettivamente collocati (commissione di collocamento o *selling fee*);
- nei consorzi di assunzione a fermo gli intermediari acquistano i titoli direttamente dalla società e li offrono al pubblico; essi percepiscono una commissione per l’impegno di garanzia, che talvolta è implicita poiché è rappresentata dalla differenza tra il prezzo di offerta al pubblico e quello di acquisto da parte dell’intermediario;

- nei consorzi di garanzia gli intermediari si impegnano ad acquistare o sottoscrivere i titoli che dovessero restare non collocati e percepiscono una commissione di garanzia o *underwriting fee*.

- La *underwriting fee* talvolta viene distinta in due componenti:

- una in relazione all'impegno di garanzia, calcolata in proporzione al rischio massimo teorico assunto misurato dal controvalore complessivo dei titoli di cui si garantisce la sottoscrizione;
- un'altra in relazione alla garanzia effettivamente prestata *ex post*, calcolata in proporzione al controvalore dei titoli che l'ente partecipante si è effettivamente accollato.

Accollo individuale:

- ciascun partecipante dovrà accollarsi un numero di azioni pari alla quota proporzionale di garanzia dedotto il numero di azioni che ha collocato;
- se un intermediario ha collocato più azioni di quelle per cui ha prestato garanzia, i titoli eccedenti saranno dedotti dalla quota di accollo degli altri in proporzione alla quota di partecipazione di ognuno al consorzio; egli comunque riceverà commissioni anche per i titoli eccedenti.

Soggetto	Az. garantite	Az. collocate	Az. accollate
A	500	435	65
B	750	470	280
C	250	250	0
D	500	375	118
Totale	2.000	1.530	470

Accollo solidale:

- ciascun partecipante dovrà accollarsi una quota delle azioni non sottoscritte in rapporto alla sua quota di partecipazione al consorzio, indipendentemente dal numero di azioni che ha collocato;

Soggetto	Quota	Az. garantite	Az. collocate	Az. accollate
A	25%	500	435	118
B	37,5%	750	470	176
C	12,5%	250	250	58
D	25%	500	375	118
TOTALE	100%	2.000	1.530	470

- non è possibile per i partecipanti predefinire in modo preciso il rischio massimo, potendo ciascuno subire gli effetti di un cattivo collocamento da parte di altri.

Collocamento:

la tranche offerta agli investitori istituzionali

- Il collocamento della *tranche* offerta agli investitori istituzionali, generalmente di importo superiore a quello della quota proposta al pubblico, avviene mediante un meccanismo ad asta imperfetta denominato *book-building*:
 - il *global coordinator* predispone un documento di presentazione dell'investimento con le informazioni economiche e con l'indicazione di un intervallo di prezzo d'offerta e lo invia agli investitori istituzionali con cui ha rapporti abituali invitandoli a formulare proposte di acquisto dei titoli precisando la quantità desiderata e il relativo prezzo;

- il *global coordinator* organizza con il management della società il **road show**, cioè una serie di incontri, sia bilaterali sia pubblici, con gli investitori istituzionali finalizzati a favorire il trasferimento di informazioni;
- sulla base delle adesioni raccolte, il *global coordinator* d'intesa con la società, stabilisce in via definitiva il prezzo dell'offerta - unico per tutti gli investitori, professionali e non - e individua quale proposte degli investitori istituzionali accettare (in via discrezionale);
- in base al prezzo fissato, il collocamento al pubblico avviene a cura dei partecipanti al consorzio; in caso di domanda superiore all'offerta si dovrà procedere al riparto secondo criteri predeterminati (priorità temporale delle prenotazioni, estrazione a sorte).

I prezzi di borsa delle nuove azioni

- E' molto frequente, in tutti i mercati, che si verifichi una rivalutazione del prezzo delle azioni nei giorni immediatamente successivi alla chiusura del collocamento (cosiddetto **underpricing**).
- Sul piano tecnico, il fenomeno trae origine dal razionamento della domanda degli investitori: è molto probabile che i sottoscrittori che non hanno ottenuto i titoli richiesti al momento dell'assegnazione cerchino di acquistarli sul mercato nei giorni immediatamente successivi provocando un rialzo del prezzo. Inoltre se l'offerta ha avuto successo altri investitori compreranno i titoli, specie in caso di rialzi.

•Per spiegare il fenomeno occorre anche fare riferimento alle modalità di determinazione del prezzo d'offerta. Si noti che:

- il *global coordinator* con il *book running* stabilisce il prezzo senza essere vincolato a criteri aritmetici collegati ai prezzi e alle quantità richieste dagli investitori istituzionali;
- ciascun investitore può formulare più di una richiesta, anche in tempi diversi;
- non vi è garanzia di parità informativa tra gli investitori richiedenti sull'andamento del collocamento.

•Il *global coordinator* ha quindi un potere di orientamento se non di determinazione del prezzo.

- Sebbene il prezzo venga fissato d'intesa con la società, il *global coordinator* si trova infatti in una posizione privilegiata in termini di conoscenza sull'andamento del collocamento.

- L'interesse del *global coordinator* è in conflitto con quello della società per quanto riguarda l'esito del collocamento: la società vorrà massimizzare il prezzo di collocamento mentre il *global coordinator* vorrà ridurlo per favorire gli investitori istituzionali e accrescere così il suo *placing power*.

- Le anzidette circostanze possono spiegare il fenomeno dell'*underpricing*.

- Si tratta comunque di un fenomeno che si registra nei giorni immediatamente successivi alla chiusura dell'offerta ed è molto marcato il primo giorno di quotazione; esso va poi scemando con il trascorrere del tempo e in molti casi, esaurita la spinta, anche emotiva, del collocamento, il prezzo di borsa ritorna ai livelli del prezzo d'offerta e talvolta al di sotto.

- Nel 1999 in 18 quotazioni (6 al Nuovo Mercato) su 27 il prezzo del primo giorno di contrattazioni è stato superiore a quello di collocamento, talvolta in modo clamoroso (Finmatica +532,6%, Gandalf +127,2%). Il fenomeno, pur meno intenso, si è ripetuto nel 2000

- Per evitare che i prezzi di borsa siano caratterizzati da eccessiva volatilità nel periodo immediatamente successivo all'offerta, talvolta il *global coordinator* ottiene di poter aumentare il quantitativo di titoli offerti in presenza di una domanda molto elevata (clausola cosiddetta **green shoe**).

- Sempre con la medesima finalità, il *global coordinator* può ottenere l'impegno degli azionisti di controllo a non vendere titoli in aggiunta a quelli oggetto dell'offerta nel periodo immediatamente successivo alla chiusura di quest'ultima (clausola cosiddetta **lock up**).

Gli aumenti di capitale

- In Italia le azioni di nuova emissione vengono generalmente offerte in prelazione ai vecchi soci, che possono esercitare il diritto di sottoscrivere le azioni (diritto d'opzione) entro un periodo di 30 giorni.
- Se gli azionisti non intendono fornire alla società i capitali richiesti, possono vendere sul mercato i diritti d'opzione, monetizzando il relativo controvalore.
- Il diritto d'opzione ha un valore ogni volta che il prezzo di emissione delle nuove azioni (costituito dal valore nominale e da un eventuale sovrapprezzo) è inferiore al prezzo di borsa.

- Il valore di mercato del diritto d'opzione è strettamente collegato con il prezzo di borsa delle azioni; se si prescinde dalle prospettive della società, per il vecchio azionista è indifferente sottoscrivere l'aumento di capitale oppure vendere i diritti. Se sottoscrive le nuove azioni, accrescerà l'investimento, se vende i diritti lo ridurrà.
- La prelazione è utile agli azionisti di controllo che esercitandola sono certi di mantenere inalterata la propria percentuale di partecipazione al capitale della società.
- Le società di solito, per assicurarsi l'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale, si rivolgono a un consorzio di banche, similmente al caso delle IPO.

Offerte pubbliche di acquisto (OPA) e offerte pubbliche di scambio (OPE)

- Le OPA e le OPE sono proposte irrevocabili rivolte alla generalità dei risparmiatori per l'acquisto di strumenti finanziari, per lo più azioni: in caso di OPA il corrispettivo per l'acquisto di titoli è in denaro, in caso di OPE il corrispettivo è costituito da altri titoli. Vi sono anche offerte miste di acquisto e scambio, in cui il corrispettivo è in parte in denaro e in parte in titoli.
- Gli investitori che accettano l'offerta ottengono dall'offerente il prezzo unitario (in denaro e/o in titoli, uguale per tutti gli aderenti) moltiplicato per il numero di titoli consegnati.

OPA facoltativa e OPA obbligatoria

- L'OPA facoltativa è realizzata per volontà dell'offerente al fine di ottenere strumenti finanziari, spesso azioni, detenuti dal pubblico degli investitori e quindi diffusi; si tratta di una tecnica alternativa ad un più lungo e difficoltoso rastrellamento dei titoli in Borsa.
- Le finalità possono essere diverse: spesso l'acquisizione del controllo o la riorganizzazione della compagine azionaria allo scopo di effettuare ulteriori operazioni sul capitale (ad esempio le OPA finalizzate ad eliminare il flottante per poter effettuare più agevolmente fusioni societarie).

- L'OPA obbligatoria è uno strumento che il legislatore di alcuni paesi, tra cui il nostro, utilizza per garantire una particolare protezione agli azionisti di minoranza delle società quotate nel caso di trasferimento di quote del capitale rilevanti per il controllo della società.
- La finalità è quella di fare in modo che i piccoli azionisti ricevano, almeno in parte, il **premio di maggioranza**, cioè il maggior prezzo rispetto alle quotazioni di Borsa che l'acquirente paga per ottenere il controllo della società.

- L'OPA obbligatoria non è prevista in tutti gli ordinamenti (manca in Germania, Olanda, Stati Uniti, Giappone).
- La ragione è che introdurre questo strumento produce effetti contrastanti per uno sviluppo efficiente dei mercati azionari: un elevato grado di protezione degli azionisti di minoranza da un lato incentiva l'investimento nel mercato azionario ma dall'altro rende più costosa l'acquisizione del controllo di una società e quindi può impedire trasferimenti di proprietà che sarebbero opportuni per creare più ricchezza per gli azionisti, anche per quelli di minoranza.

Modalità di svolgimento dell'offerta

- Le norme sulle modalità di svolgimento dell'offerta riguardano sia le OPA facoltative sia quelle obbligatorie. In particolare si evidenzia che:
 - l'intenzione di effettuare l'offerta deve essere comunicata preventivamente alla Consob, a cui deve essere anche inviato il documento informativo che poi dovrà essere diffuso tra i destinatari dell'offerta;
 - l'offerta deve essere irrevocabile e rivolta alle medesime condizioni a tutti i titolari degli strumenti finanziari che si vogliono acquistare;
 - l'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipende dalla mera volontà dell'acquirente (ciò violerebbe l'irrevocabilità);

- la società *target* emette un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata degli amministratori sull'offerta stessa (OPA amichevole o ostile); esso è trasmesso alla Consob due giorni prima della sua diffusione;
- la durata dell'offerta può essere tra 25 e 40 giorni;
- in pendenza dell'offerta i soggetti interessati diffondono dichiarazioni riguardanti l'offerta e l'emittente soltanto tramite comunicati al mercato, contestualmente trasmessi alla Consob;
- l'offerente e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni diffondono almeno settimanalmente i dati sulle adesioni; se i titoli sono quotati, la diffusione avviene giornalmente tramite la società di gestione del mercato;

- se, prima del pagamento del corrispettivo dell’offerta, l’offerente acquista, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari oggetto dell’offerta o il diritto di acquistarli anche in data successiva a prezzi superiori al suddetto corrispettivo, questo deve essere adeguato al prezzo più alto pagato;
- non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto;
- le offerte concorrenti e i rilanci sono ammessi se il corrispettivo globale per ogni categoria di titoli è superiore a quello dell’ultima offerta o rilancio o se comportano l’eliminazione di una condizione di efficacia;
- le offerte concorrenti devono essere pubblicate almeno cinque giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione dell’offerta precedente;

- i rilanci devono essere effettuati entro cinque giorni dalla pubblicazione dell’offerta concorrente o di un precedente rilancio di un altro offerente; comunque nessun rilancio può essere effettuato oltre il decimo giorno anteriore alla chiusura dell’ultima offerta;
- il periodo di adesione delle offerte è allineato con quello dell’ultima offerta, a meno che gli offerenti precedenti abbiano comunicato di mantenere inalterata la scadenza originaria; in tal caso essi non possono effettuare rilanci;
- in presenza di offerte concorrenti o di rilanci gli offerenti non possono acquistare, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari oggetto di offerta o il diritto di acquistarli anche in data successiva ad un prezzo più alto del corrispettivo della loro offerta;

- dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili;
- salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società target devono astenersi dal compiere atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta; le assemblee deliberano, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il 30% del capitale.

Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

- Nel nostro ordinamento è previsto l'obbligo di lanciare un'OPA sulla totalità delle azioni ordinarie per chi venga a detenere, a seguito di acquisto a titolo oneroso, una partecipazione superiore al 30% del capitale (azioni ordinarie) in una società quotata (**OPA successiva totalitaria**).
- L'offerta va lanciata entro 30 giorni ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi 12 mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni (il prezzo d'offerta quindi non include per intero il premio).

- Non vi è l'obbligo di OPA quando la quota superiore al 30% è detenuta :
 - a seguito di un'OPA sulla totalità delle azioni ordinarie (**OPA preventiva totalitaria**);
 - a seguito di un'OPA avente ad oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie (**OPA preventiva parziale**) purché l'offerente non abbia acquistato azioni in misura superiore all'1% (anche con contratti a termine) nei 12 mesi precedenti o durante l'offerta e l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che abbiano la maggioranza delle azioni, escludendo dal computo le partecipazioni dell'offerente e del socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione è superiore al 10%; l'esenzione è autorizzata dalla Consob.

- L'offerente è comunque tenuto a lanciare l'OPA totalitaria se nei 12 mesi successivi alla chiusura dell'OPA preventiva parziale:
 - egli abbia effettuato (anche mediante contratti a termine) acquisti di partecipazioni superiori all'1%;
 - l'assemblea della società target abbia deliberato operazioni di fusione o scissione.
- Il superamento del 30% non obbliga all'OPA se:
 - un altro socio o altri soci congiuntamente dispongono della maggioranza dei diritti di voto;
 - l'acquisto è compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società in crisi;

- la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (l'operazione rientra nell'ambito di una ristrutturazione societaria);
- il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti d'opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti;
- la soglia è superata per non più del 3% è l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro 12 mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto;
- il superamento della soglia è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate, in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta.

- L'obbligo di OPA sorge anche nel caso in cui la soglia rilevante in una società quotata venga ottenuta tramite l'acquisto di partecipazioni in una società che la controlli, quotata o non.
- Chi già detenga una partecipazione superiore al 30% in una società quotata senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria è tenuto al lancio di un'OPA totalitaria nel caso in cui consolidi la sua partecipazione con l'acquisto a titolo oneroso, anche indirettamente, di più del 3% del capitale rappresentato da azioni ordinarie.

- Chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% deve promuovere un'offerta pubblica sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla Consob se non ripristina entro 4 mesi un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni (**OPA residuale**).
- La Consob, nel determinare il prezzo, considera:
 - il corrispettivo di un'eventuale offerta precedente;
 - il prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre;
 - il patrimonio netto rettificato a valori di mercato dell'emittente;
 - l'andamento e le prospettive reddituali dell'emittente.

- Sono solidalmente tenuti all'obbligo di OPA totalitaria o di OPA residuale, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle soglie rilevanti (cosiddetto **acquisto di concerto**):
 - un soggetto e le società da esso controllate;
 - le società sottoposte a un comune controllo;
 - una società e i suoi amministratori o direttori generali;
 - gli aderenti a un patto parasociale, anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei 12 mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa.

- Chiunque, a seguito di un'OPA avente ad oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, venga a detenere almeno il 98% di tali azioni, ha diritto di acquistare le azioni residue entro 4 mesi dalla conclusione dell'offerta se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di questo diritto di acquisto (**squeeze-out**).
- Il prezzo di acquisto è fissato da un esperto nominato dal presidente del tribunale del luogo dove la società emittente ha sede, tenuto conto anche del prezzo dell'offerta e del prezzo di mercato dell'ultimo semestre.

- In caso di violazione degli obblighi di OPA, il diritto di voto inerente all'intera partecipazione non può essere esercitato e le azioni eccedenti le soglie rilevanti (30% e 90%) devono essere alienate entro 12 mesi.
- Se il diritto di voto è esercitato, la delibera assembleare è impugnabile (anche da parte della Consob) se, senza il voto di chi avrebbe dovuto astenersi, non si sarebbe raggiunta la maggioranza mentre le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

Mercati secondari: caratteristiche operative

- I mercati facilitano le transazioni in titoli tra investitori; i mercati possono però essere diversi tra loro in funzione del modo con cui facilitano i processi di scambio.
- Se ciascun operatore conoscesse, a costo zero, la posizione di ciascun altro, per ogni titolo vi sarebbe in ciascun istante un unico prezzo di equilibrio:
 - le offerte al di sotto di tale prezzo troverebbero subito operatori interessati ad acquistare e le richieste al di sopra troverebbero subito venditori pronti a cedere titoli;
 - resterebbero insoddisfatte solo le richieste di acquisto a prezzo più basso e le offerte di vendita a prezzo più alto;
 - la più alta offerta di acquisto sarebbe inferiore alla più bassa offerta di vendita, e non vi sarebbero transazioni a prezzi inferiori alla richiesta di acquisto più alta né a prezzi superiori all'offerta di vendita più bassa.

- In un mondo in cui le informazioni sono costose, si riscontrano di rado le anzidette caratteristiche. Esse però forniscono un termine di confronto per i mercati reali.
- Quanto maggiori sono i costi di informazione e gli sfasamenti temporali nella comunicazione tra operatori (mercati segmentati), tanto più elevata è la possibilità di transazioni concluse a prezzi diversi da quelli migliori ottenibili.
- Vi sono tre parametri che consentono di misurare la velocità di trasmissione delle informazioni in un mercato:
 - spessore;
 - ampiezza;
 - elasticità.

Spessore

- Un mercato ha spessore quando esistono ordini, effettivi o facilmente rinvenibili, a prezzi sia al di sopra sia al di sotto di quello al quale un titolo è correntemente negoziato.
- Quando un titolo è trattato in un mercato spesso, eventuali squilibri tra ordini di acquisto e di vendita, anziché dar luogo a variazioni di prezzo, possono essere colmati facilmente con effetti positivi sull'andamento dei prezzi.
- Perché un mercato abbia spessore occorre che gli operatori conoscano e agiscano con prontezza sulla base delle proposte di acquisto e vendita delle controparti.

- Un mercato ha spessore anche quando gli investitori possono affidare i loro ordini di acquisto o di vendita a un broker che si tenga al corrente delle condizioni del mercato ed esegua gli ordini a prezzo limitato dei suoi clienti non appena tali prezzi rappresentino la migliore quotazione possibile.
- Condizioni indispensabili di un mercato spesso sono rapida comunicazione delle quotazioni e veloce esecuzione degli ordini.
- I mercati segmentati mancano di spessore poiché, per definizione, su tali mercati non vi sono sempre ordini di segno opposto in grado di bilanciarsi.

Ampiezza

- Un mercato è ampio quando gli ordini di acquisto e vendita sono di volume considerevole. Ciò consente di limitare l'effetto sui prezzi derivante da un singolo ordine in acquisto o in vendita e, più in generale, di contenere temporanee variazioni di prezzo dovute a transitori squilibri tra ordinativi.
- Quanto maggiore è il numero di operatori in grado di conoscere tempestivamente le variazioni dei prezzi in acquisto e in vendita tanto più ampio è il mercato.
- I concetti di ampiezza e spessore sono strettamente collegati ma non identici.

- Si considerino le quattro situazioni seguenti di quotazioni in acquisto:

Prezzo di acq.	Sottile ma poco spesso	Sottile ma spesso	Ampio ma poco spesso	Ampio e spesso
50	100	100	500	500
49	200	200	500	500
48	0	300	0	700
47	0	300	0	900
46	0	300	0	1.500

- Al prezzo di 50, un investitore potrà vendere 100 unità in ciascuno dei quattro casi ma, se volesse vendere 300 unità, nei due mercati sottili dovrà cedere le ulteriori 200 unità al prezzo di 49 mentre nei due mercati ampi potrebbe vendere fino a 500 unità al prezzo di 50.

- Nei due mercati poco spessi non vi sono proposte di acquisto al di sotto del prezzo di 49 mentre nei due mercati spessi vi sono proposte di acquisto fino al prezzo di 46.
- Comunque, in tutti i mercati, quanto maggiori sono gli ordini di vendita tanto minori sono i prezzi a cui possono essere eseguiti.
- Il mercato 4, ampio e spesso, è sicuramente il migliore e consente di vendere fino a 3.600 unità a prezzi progressivamente decrescenti fino a 46. Il mercato 1, sottile e poco spesso, è palesemente quello peggiore, poiché consente di vendere solo 100 unità al prezzo di 50 e altre 200 al prezzo di 30; se si volessero vendere più di 300 unità occorrerebbe reperire altri clienti.

- La preferenza tra i mercati 2 e 3 non è invece scontata e dipende dal volume degli ordini di vendita da eseguire:
 - il mercato 2 consente di vendere sino a 1.200 unità ma solo a condizione che le ultime 300 siano vendute al prezzo di 46;
 - il mercato 3 consente di vendere solo 1.000 unità ma ad un prezzo medio migliore di quello ottenibile dalla vendita della medesima quantità sul mercato 2.

Elasticità

- Un mercato è elastico se in risposta a variazioni di prezzo derivanti da temporanei squilibri tra domanda e offerta affluiscono rapidamente nuovi ordini.
- Condizione essenziale perché un mercato sia elastico è la possibilità per gli operatori di conoscere subito eventuali variazioni dei prezzi dei titoli (rapida divulgazione!).

- A parità di altre condizioni, un mercato acquista tanto più spessore, ampiezza ed elasticità quanto più velocemente gli operatori possono conoscere le informazioni relative ai prezzi e agire in base a queste.
- Man mano che aumenta la velocità di trasmissione delle informazioni, i mercati divengono sempre meno segmentati e più integrati e si avvicinano all'ideale di un mercato in cui tutti gli operatori hanno pieno accesso alle informazioni.

Tipi di struttura del mercato

- I mercati possono essere distinti a seconda del fatto che gli operatori:
 - debbano ricercare direttamente da soli controparti compatibili (mercati a ricerca diretta);
 - si avvalgano di intermediari specializzati nello svolgimento di tale ricerca (mercati di *brokers*);
 - perfezionino le loro transazioni immediatamente con operatori sempre disposti a comprare e a vendere (mercati di *dealers*);
 - contrattino direttamente, in contropartita tra loro, mediante un unico intermediario centralizzato.
- Sebbene nessuno di questi mercati implichi alcunché sotto il profilo dei costi e della velocità di diffusione delle informazioni sui prezzi, la struttura ha conseguenze indirette sul grado di integrazione di un mercato.

Mercati a ricerca diretta

- Su questo tipo di mercati, gli acquirenti e i venditori possono contare solo sulla trasmissione orale del loro interesse ad operare.
- Poiché l'intero costo di individuare la controparte adeguata e di contrattare con essa è a carico dell'operatore, l'incentivo a condurre ricerche approfondite tra tutti i partner potenziali per ottenere il miglior prezzo possibile è minimo. In mancanza di questa ricerca, è molto probabile che, una volta perfezionata un'operazione tra due soggetti, almeno uno avrebbe potuto ottenere un prezzo migliore.
- I titoli trattati su questi mercati sono di solito acquistati e venduti così poco frequentemente che nessun terzo (*broker* o *dealer*) è incentivato a fornire alcun tipo di servizio per agevolare le contrattazioni.

- Questi mercati, non essendovi meccanismi di divulgazione delle quotazioni, sono quelli che meno di tutti garantiscono completa informazione sui prezzi; è quindi più probabile che le transazioni abbiano luogo a condizioni del tutto diverse e spesso lontane dalle migliori possibili.

Mercati di brokers

- I *brokers* sono mediatori puri, che svolgono per il cliente un servizio di ricerca della controparte; essi comprano e vendono titoli per conto dei propri clienti, addebitando loro una commissione.
- I *broker* iniziano a offrire servizi di intermediazione quando è possibile realizzare economie di scala nella ricerca delle controparti.

- Se è possibile eseguire ordini di due clienti a un costo globale inferiore alla somma dei costi della ricerca diretta di ciascuno, i *brokers* possono esercitare con profitto l'attività di intermediazione, applicando ai due clienti commissioni leggermente inferiori al doppio dei costi di ricerca diretta sostenuti da ognuno.
- Le economie di scala possono essere di due categorie:
 - il *broker* può utilizzare in modo economico mezzi di comunicazione caratterizzati da alti costi fissi ma bassi costi marginali per contratto;
 - il *broker* può beneficiare dei propri contatti per ottenere informazioni utili alla sua attività, che gli consentono, tra l'altro, di conoscere qual è il prezzo “giusto” per una certa transazione
- Il *broker* non dà garanzie sull'esecuzione degli ordini di acquisto o vendita; si limita a facilitare l'incontro di ordini di segno opposto di cui quindi presuppone l'esistenza. 69

Mercati di dealers

- I servizi offerti dai *broker* hanno lo svantaggio di non poter garantire agli operatori una rapida esecuzione dei loro ordini.
- L'incertezza sulla velocità di esecuzione genera un rischio di prezzo: mentre il *broker* è impegnato nella ricerca di una controparte per il suo cliente i prezzi possono variare e il cliente può subire una perdita.
- Quando le contrattazioni di un titolo sono sufficientemente attive, alcuni intermediari possono iniziare a esporre proprie proposte in acquisto e/o in vendita: i *dealers*.
- I *dealers* operano alle quotazioni esposte con propri portafogli, eliminando la necessità di ricerca di controparte

- I *dealers* traggono una parte dei loro profitti vendendo titoli a prezzi superiori a quelli d'acquisto; i differenziali *bid-ask* (denaro-lettera) rappresentano il compenso che i *dealers* ricevono sia per il servizio di liquidità che offrono ai partecipanti al mercato sia per il rischio che corrono collocando titoli nel proprio portafoglio.
- I *dealers* spesso non offrono prezzi identici per uno stesso titolo sia perché non concordano sul valore del titolo sia perché perseguono diversi obiettivi di portafoglio. Iniziano a offrire servizi di intermediazione quando è possibile realizzare economie di scala nella ricerca delle controparti.
- Un *dealer* che si specializza in un determinato titolo prende il nome di *specialist*; assumendo questa posizione, esso aumenta la liquidità del titolo. La Borsa italiana impone lo *specialist* per i titoli del Nuovo Mercato.

- Quando il *dealer* si impegna a formulare sistematicamente proposte di acquisto e vendita su un determinato titolo la sua funzione viene definita di *market maker*.
- Anziché limitarsi ad acquistare e rivendere un titolo secondo un giudizio di convenienza formulato operazione per operazione, il *market maker* si impegna a rendere note le condizioni di acquisto e vendita a cui è disponibile ad avere sempre una scorta di quel titolo e ad usare le condizioni di acquisto e di vendita per farne variare il volume.
- Il portafoglio del *dealer* si espande o si riduce in funzione degli squilibri tra domanda e offerta per quel particolare titolo. Il profitto del *dealer* dipende quindi non solo dal *bid-ask spread* ma anche dalla differenza tra tasso medio dei titoli in portafoglio e tasso medio di finanziamento.

Mercati ad asta.

- Pur consentendo agli operatori di eseguire gli ordini immediatamente, i mercati di *dealers* presentano anch'essi alcuni svantaggi:
 - occorre comunque sostenere costi per ricercare i prezzi migliori confrontando quelli di diversi *dealers*;
 - il *bid-ask spread* genera un costo per gli operatori.
- I mercati ad asta forniscono procedure centralizzate per rendere noti simultaneamente a tutti gli operatori gli ordini di acquisto e vendita, eliminando le spese per individuare controparti compatibili e per negoziare a prezzi favorevoli.
- L'asta può svolgersi secondo il metodo a chiamata o in trattazione continua.

- L'asta a chiamata è caratterizzata dalla rilevazione di due prezzi, uno di apertura e uno di chiusura, attraverso il formarsi delle contrattazioni per chiamata dei titoli, secondo il loro ordine di iscrizione al listino.
- Essa richiede la presenza di tutti gli operatori in un solo luogo (fisico o virtuale) nello stesso momento e consiste in una procedura in cui si confrontano la domanda e l'offerta fino alla formazione del prezzo.
- La *price discovery* si concentra quindi in due momenti: l'apertura e la chiusura. E' una soluzione efficiente per concentrare gli ordini e per accertare il prezzo risultante ma può presentare problemi:
 - tiene conto degli ordini effettivi ma non di quelli potenziali che si sarebbero generati in corrispondenza del prezzo accertato;

- può non essere efficiente quando le informazioni si diffondono con tale rapidità da rendere opportuno che i prezzi esprimano immediatamente la reazione della domanda e dell'offerta.
- Questo spiega il graduale spostamento verso procedure che consentono di svolgere l'asta per tutto il periodo di apertura del mercato.
- L'asta continua prevede che le contrattazioni avvengano con continuità e contemporaneamente per i vari titoli e porta alla formazione di tanti prezzi ufficiali quante sono le operazioni che vengono concluse. Ognuno dei prezzi fatti è diffuso in tempo reale a tutti gli operatori.
- I mercati ad asta continua sono definiti *order driven* perché sono guidati dagli ordini che affluiscono continuamente in base ai prezzi che vengono diffusi; i mercati di *dealers* sono detti *quote driven*.

Mercati come luogo fisico e mercati telematici

- Il mercato dei titoli azionari è nato come luogo fisico in cui si riunivano gli operatori per effettuare gli scambi.
- Il mercato come luogo fisico, o *floor*, assolve a una funzione di concentrazione che però può essere anche virtuale, collegando tutti gli operatori con un unico circuito e consentendo di immettere ordini da ciascuna postazione.
- In questo caso, il punto focale è il *book* di negoziazione, in cui si accumulano ordini che vengono eseguiti in base alle procedure convenute, basate su un algoritmo e su criteri di priorità (normalmente di prezzo e di tempo).
- Il progresso tecnologico ha gradualmente spostato i mercati verso la forma telematica.

Come si svolge un'operazione di borsa

- Rispetto ad un titolo quotato l'investitore può assumere una posizione al rialzo oppure al ribasso:
 - la posizione al rialzo è la più frequente ed è connaturata all'acquisto di un titolo: si guadagna quando il prezzo sale e si perde quando il prezzo scende. I rischi e le opportunità di profitto sono simmetrici e le perdite e gli utili divengono effettivi quando la posizione al rialzo viene “chiusa” mediante la vendita del titolo;
 - la posizione al ribasso si assume quando si vende un titolo senza possederlo (cosiddetta vendita allo scoperto): si guadagna se il prezzo del titolo scende, perché lo si potrà acquistare ad un prezzo più basso, e si perde se il prezzo sale, perché si dovrà acquistare il titolo ad un prezzo più alto. I rischi e le opportunità sono simmetrici e la posizione viene “chiusa” con l'acquisto del titolo venduto allo scoperto, rendendo così effettivi gli utili o le perdite.

- Da qualche anno tutte le operazioni su titoli azionari quotati vengono regolate nel quinto giorno di Borsa aperta dopo la data di esecuzione dell'ordine. Nel giorno di regolamento il compratore deve pagare il prezzo stabilito per ritirare i titoli e il venditore deve consegnare le azioni per riceverne il controvalore. Se la vendita è stata effettuata allo scoperto il venditore dovrà farsi prestare i titoli per poterli consegnare.
- Gli investitori possono scegliere diversi tipi di ordini di Borsa (definiti anche proposte di negoziazione), ciascuno dei quali identifica con precisione, oltre al titolo e alla quantità da acquistare o vendere, anche le condizioni e le modalità con cui l'intermediario deve eseguire l'ordine.

- Rispetto al prezzo occorre distinguere:
 - l'ordine "al meglio" (senza limite di prezzo), in cui l'intermediario è tenuto ad eseguire comunque l'ordine al prezzo di mercato, purché trovi una controparte disponibile a realizzare lo scambio: il prezzo al quale viene eseguito l'acquisto o la vendita può essere perciò anche molto diverso da quello osservabile al momento del conferimento dell'ordine. Il pregio di questo tipo di ordine è la sicurezza della sua esecuzione, il rischio è che il prezzo "fatto" sia meno favorevole di quello atteso.;
 - l'ordine a prezzo limitato contiene un prezzo massimo per l'acquisto o un prezzo minimo per la vendita che l'intermediario deve rispettare. Il pregio dell'ordine a prezzo limitato è che l'operazione viene effettuata solo alle condizioni di prezzo desiderate, l'inconveniente è che l'ordine potrebbe non essere eseguito se il prezzo di mercato supera, anche di poco, il limite fissato dall'investitore.

- Rispetto alla durata di validità dell'ordine:
 - l'investitore può fornire all'intermediario l'indicazione di una scadenza puntuale entro la quale l'ordine deve essere eseguito (ad esempio valido solo per oggi, valido per 3 giorni di Borsa aperta);
 - l'investitore può stabilire che l'intermediario debba mantenere l'ordine nel sistema di negoziazione sino a quando non riesca ad eseguirlo o riceva l'istruzione di revoca da parte dell'investitore.
- Accanto a questi tipi di ordini ve ne sono altri attraverso i quali l'investitore fornisce indicazioni più precise all'intermediario: ad esempio, l'ordine può contenere l'istruzione di essere eseguito al prezzo di apertura oppure nella fase cosiddetta dell'asta continua.

- Gli intermediari entrano in contatto solo per via telematica, immettendo gli ordini dei propri clienti nel sistema di negoziazione gestito dalla Borsa (MTA).
- Le proposte di negoziazione possono essere immesse a partire dalle ore 8.00 e vengono ordinate dal sistema in base al prezzo – in ordine decrescente se in acquisto e in ordine crescente se in vendita – in modo che le migliori condizioni di acquisto (prezzo *ask* più basso) e di vendita (prezzo *bid* più alto) siano sempre visibili da tutti i partecipanti.
- Al termine della fase cosiddetta di preapertura (ore 9.15) il sistema determina automaticamente il prezzo di apertura delle contrattazioni confrontando, per ciascun titolo, quantità e prezzi di tutte le proposte pervenute e comunicandolo al mercato alle ore 9.30.

- Il prezzo di apertura è di norma quello al quale risulta negoziabile la maggiore quantità di titoli. A questo prezzo il sistema esegue automaticamente tutti i contratti relativi ai titoli per i quali il prezzo di apertura è stato considerato valido e cioè tutte le proposte di negoziazione il cui limite di prezzo è risultato compatibile con quello di apertura:
 - tutte le proposte senza limite di prezzo (al meglio), che devono essere eseguite a qualunque prezzo;
 - le proposte di acquisto con prezzo pari o superiore a quello di apertura;
 - le proposte di vendita con prezzo pari o inferiore a quello di apertura.
- Il prezzo di apertura non viene ritenuto valido se esso si discosta di oltre il 10% (in più o in meno) dal prezzo di riferimento del giorno precedente. In tal caso le proposte vengono immesse automaticamente nella fase di asta continua.

- Nella fase di “asta continua”, che inizia alle ore 9.30 e dura sino al termine delle negoziazioni della giornata, le proposte vengono abbinare dal sistema via via che diventano compatibili per quantità e prezzo e rispettando la priorità temporale di immissione.
- Ad esempio, l'immissione di una proposta con limite di prezzo in acquisto di 2,5 euro determina l'abbinamento automatico con una o più proposte di vendita con prezzo inferiore o uguale a 2,5 euro; specularmente una proposta di vendita a 2,7 euro non verrà eseguita se nel sistema non vi sono una o più proposte di acquisto ad un prezzo uguale o superiore a 2,7 euro.

- L'investitore può preferire l'esecuzione durante l'asta continua perché può così cogliere il momento favorevole per acquistare o vendere seguendo l'andamento delle contrattazioni e dei prezzi anche attraverso collegamenti disponibili agevolmente per tutti, come Televideo o Internet. L'esecuzione in fase di apertura consente invece di ottenere un prezzo medio di mercato che riflette un insieme anche molto numeroso di proposte.
- Al termine della contrattazione continua, per ogni titolo vengono rilevati un prezzo ufficiale, pari alla media ponderata in base alle quantità di tutti i prezzi dei contratti conclusi durante la giornata, e un prezzo di riferimento, corrispondente al prezzo medio calcolato sull'ultimo 10 % dei contratti conclusi.

- Il regolamento di Borsa stabilisce che la negoziazione continua venga automaticamente sospesa per un determinato intervallo di tempo quando il prezzo del contratto in corso di conclusione determinerebbe una variazione di prezzo di entità superiore al limite stabilito dalla Borsa.
- Questa procedura consente agli investitori una pausa di riflessione per riesaminare la loro posizione ed eventualmente modificare le proposte immesse.
- Rilevanti variazioni di prezzo, al rialzo o al ribasso, possono essere dovute ad anomalie nell'attività di negoziazione (ad esempio, ordini di grandi dimensioni o errori materiali nell'immissione degli ordini) oppure ad una insufficiente informativa su qualche evento rilevante per la società. La sospensione è utile anche agli organi di vigilanza (Consob e Borsa Italiana) per sollecitare chiarimenti da diffondere agli investitori attraverso comunicati stampa.

- Tutti i contratti conclusi in Borsa per il tramite degli intermediari vengono automaticamente registrati in un apposito archivio elettronico per procedere alla loro esecuzione e cioè al pagamento del prezzo da parte del compratore e alla consegna dei titoli da parte del venditore.
- L'esecuzione avviene ad una data successiva a quella di conclusione del contratto con un differimento di 3 giorni di Borsa aperta; non è possibile compensare le posizioni a meno che derivino da contratti conclusi nello stesso giorno.
- Per quanto riguarda la consegna dei titoli, la procedura è stata molto semplificata per effetto della dematerializzazione dei titoli, che quindi non vengono più stampati in piccoli tagli da consegnare agli azionisti.

- La società emittente ha l'obbligo di stampare un certificato rappresentativo dell'intero capitale e di depositarlo presso Monte Titoli, società che ha il compito di gestire in maniera accentrata tutti i trasferimenti, attraverso semplici annotazioni contabili di accredito e di addebito dei depositi titoli detenuti presso Monte Titoli stessa dagli intermediari
- Una procedura siffatta rende agevole, rapido e sicuro il regolamento di operazioni di Borsa effettuate da soggetti anche molto lontani geograficamente e riduce conseguentemente i costi che gli investitori devono sostenere.

- Per quanto riguarda gli inadempimenti, con riferimento alle negoziazioni di Borsa, sono gli intermediari che rispondono delle obbligazioni assunte nei confronti delle controparti.
- Essi quindi devono tutelarsi dal rischio di inadempimento del proprio cliente, accertandosi preventivamente che disponga dei titoli che intende vendere o del denaro necessario a pagare i titoli che vuole acquistare.
- Gli intermediari a loro volta possono divenire inadempienti nei confronti delle controparti con le quali hanno operato a causa sia dell'inadempimento di clienti sia di eccessivi impegni assunti in proprio. In tale eventualità risulterebbero danneggiati gli investitori che hanno conferito gli ordini: essi infatti non vedrebbero eseguiti i contratti che avevano concluso e potrebbero essere costretti a ripeterli a condizioni di prezzo meno favorevoli.

- Per assicurare la puntuale esecuzione dei contratti e quindi anche tutelare indirettamente gli investitori, la Borsa Italiana ha istituito il Fondo di garanzia dei contratti, gestito dalla Cassa di Compensazione e Garanzia, dal quale vengono prelevate le somme necessarie per completare il regolamento delle compravendite effettuate dall'intermediario inadempiente.
- Il Fondo viene alimentato da versamenti periodici degli stessi intermediari e, in caso di incapacienza, da versamenti straordinari.
- La brevità dei termini di regolamento delle operazioni, la dematerializzazione dei titoli, la professionalità degli intermediari e l'esistenza di sistemi di garanzia del buon fine dei contratti sono elementi essenziali per rendere il mercato sicuro per gli investitori.