

A. Ferrari, E. Gualandri, A. Landi, V. Venturelli, P. Vezzani

**STRUMENTI E PRODOTTI FINANZIARI:  
BISOGNI DI INVESTIMENTO, FINANZIAMENTO  
PAGAMENTO E GESTIONE DEI RISCHI**

*Seconda edizione*

**LE SCELTE FINANZIARIE  
DELLE IMPRESE**

# Servizi bancari e bisogni della clientela

I servizi offerti dalle banche alla clientela sono raggruppabili in 3 grandi categorie:

1. Servizi di finanziamento
2. Servizi di investimento
3. Servizi di pagamento

**Ad ogni servizio corrisponde una pluralità di prodotti sviluppati negli ultimi anni in relazione a:**

- *Innovazione finanziaria*
- *Diversificazione dell'attività bancaria*
- *Aumento dei bisogni della clientela*
- *Maggior sofisticazione finanziaria della clientela*

# Servizi di finanziamento

TIPOLOGIE DI SERVIZI	BISOGNI FINANZIARI E ASSICURATIVI DELLE IMPRESE		
	Copertura fabbisogno finanziario	Gestione tesoreria e crediti commerciali	Limitazione e copertura rischi: creditizi, di mercato, di liquidità e altri
SERVIZI DI FINANZIAMENTO E ASSICURATIVI			
- Prestiti per cassa			
- Leasing			Rischi operativi: leasing operativo
- Factoring		Gestione crediti commerciali	Rischi creditizi collegati ai crediti commerciali
- Crediti di firma			Rischi creditizi e di liquidità
- Finanziamento mobiliare			
- Servizi di sottoscrizione e collocamento			Rischi di mercato
- Consulenza alla finanza d'impresa e alle gestione dei rischi speculativi		Gestione tesoreria	Gestione rischi di interesse e di cambio
- Servizi assicurativi di copertura rischi speculativi			Rischi creditizi e di mercato
- Servizi assicurativi di copertura rischi puri			Rischi puri ramo danni

# Servizi di pagamento e gestione liquidità

<i>TIPOLOGIE DI SERVIZI</i>	<i>BISOGNI FINANZIARI E ASSICURATIVI DELLE IMPRESE</i>		
SERVIZI DI PAGAMENTO			
	Sicurezza del genere monetario	Rapidità del regolamento	Disponibilità ed accessibilità al mezzo di pagamento
Offerta di mezzi di pagamento			
Servizi di regolamento			

SERVIZI PER LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ AZIENDALE	Convenienza	Liquidità	Custodia e sicurezza
- Depositi in conto corrente			
- Investimento liquidità eccedente			
- Custodia e amministrazione titoli			

# Fabbisogno finanziario delle imprese

## Fabbisogno finanziario



il ***Fabbisogno finanziario complessivo*** corrisponde al **totale attivo di bilancio**  
Indica il **capitale investito** dall'impresa (ammontare e composizione) ovvero l'ammontare degli investimenti in attesa di realizzo



Determina le esigenze di finanziamento

**Passivo e patrimonio netto** indicano entità e composizione delle fonti di copertura del fabbisogno

Il **Fabbisogno finanziario aggiuntivo** corrisponde all'incremento dell'attivo di bilancio. Per dato intervallo di tempo è dato dalla variazione del capitale investito.

# Rappresentazione dello Stato Patrimoniale

Crediti correnti	Debiti correnti
Magazzino	Debiti finanziari
Immobilizzazioni operative lorde	F.do Ammortamenti
	Fondo TFR
Attività liquide	Capitale netto
<b>Totale attivo</b>	<b>Totale passivo</b>

# Fabbisogno finanziario - Imprese

La durata del fabbisogno finanziario è correlata alla natura di attività “a lungo termine” (immobilizzazioni/capitale fisso) e di attività a “breve termine” (attività correnti/capitale circolante)

## **Capitale fisso:**

- i) attività materiali, quali gli immobili, gli impianti, i macchinari e le attrezzature (immobilizzazioni tecniche);
- ii) attività immateriali quali l'avviamento, i brevetti, i marchi, le licenze (*intangibles*);
- iii) attività finanziarie destinate a ad essere mantenute durevolmente, rappresentate da titoli e partecipazioni azionarie.

## **Capitale circolante:**

- i) attività liquide (denaro in cassa, depositi bancari);
- ii) crediti commerciali verso i clienti e altri crediti a breve termine;
- iii) rimanenze o scorte di materie prime, semilavorati e prodotti finiti (magazzino).

# Fabbisogno finanziario esterno

**Fabbisogno finanziario esterno** corrisponde alle fonti di copertura finanziarie esterne all'impresa (titoli di debito e titoli di capitale)

**È pari al fabbisogno finanziario aggiuntivo al netto dell'autofinanziamento**

**Le forme di copertura del Fabbisogno esterno comprendono**

- *Dilazioni di pagamento concesse dai fornitori*
- *Accensione di prestiti bancari*
- *Emissione titoli obbligazionari*
- *Conferimento in denaro dai soci/proprietari*

***Se Fabbisogno finanziario aggiuntivo = autofinanziamento***



**Fabbisogno finanziario esterno = 0**

# FABBISOGNO FINANZIARIO NETTO COMPLESSIVO



**Fabbisogno finanziario complessivo al netto passività correnti (debiti commerciali)**

al tempo  $t$



**Capitale circolante netto operativo (crediti correnti + magazzino - passività correnti)  
+  
Immobilizzi lordi**



**Debiti finanziari netti + TFR  
+  
Capitale netto  
+  
F.di ammortamento**

$$CCNO_t + IL_t = DFN_t + CN_t + F.di\ AMMORT._t$$

# Fabbisogno finanziario netto addizionale

Entità/composizione

Sviluppo fatturato  
(variazione V)

Fabbisogno  
finanziario netto  
addizionale

$$FFNA_t = \Delta CCNO_t + \Delta IL_t$$

Intensità di  
capitale (IL/V)

# Flussi di finanziamento

Costo/durata

Autofinanziamento  
(utili + ammortamenti)

Aumento capitale  
sociale (emissione azioni)

Nuovo debito  
- Finanziamenti banche  
- Obbligazioni  
- Variazione TFR

# Fabbisogno finanziario - Imprese

**Autofinanziamento:** flusso di risorse addizionali che l'impresa produce e che trovano immediato impiego a copertura del fabbisogno finanziario

Schema di C.E. riclassificato

**+ RICAVI NETTI DI VENDITA**  
**- COSTO DEL VENDUTO**

**MARGINE OPERATIVO LORDO (M.O.L)**  
- Ammortamenti e svalutazioni  
- Accantonamenti per rischi generici

**RISULTATO OPERATIVO → EBIT**  
-/+ Oneri / Proventi finanziari  
-/+ Oneri / proventi straordinari

**REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE**  
- Imposte dell'esercizio

**REDDITO NETTO DELL'ESERCIZIO**

Autofinanziamento  
**netto** → utili di esercizio non distribuiti ai soci

**Autofinanziamento lordo** →  
• **Cash flow aziendale:** utili di esercizio non distribuiti + ammortamenti del periodo

# La copertura del fabbisogno finanziario (FF) il capitale di debito

- Indebitamento a breve, medio e lungo termine con soggetti terzi
  - Obbligo di rimborso, con modalità e tempi predefiniti in relazione alla tipologia di strumenti e agli accordi contrattuali
  - Remunerazione determinata in base ad un tasso di interesse, fisso o variabile, pattuito contrattualmente
- Tipologie
  - Finanziamenti bancari a breve
  - Obbligazioni
  - Mutui
  - Leasing
  - Factoring
  - Altri finanziamenti a medio/lungo termine
  - Finanziamenti agevolati/pubblici
  - Altri finanziamenti (es. soci)

# La copertura del FF: il capitale di debito

- Vantaggi
  - Effetto leverage positivo: se  $ROI > i$ , cioè il rendimento dell'investimento è superiore al costo del capitale di debito
- Aspetti problematici
  - Rigidità in modalità e tempi di rimborso (predefiniti)
  - Possibile incertezza nel costo (tasso variabile)
  - Il finanziamento è spesso subordinato alla prestazione di garanzie idonee, reali o personali (spesso non disponibili per le PMI e per le imprese in fase di start-up)
  - Un elevato livello di indebitamento rispetto ai mezzi propri può ingenerare tensioni sulla struttura finanziaria
    - Possibile effetto leva negativo
    - Rating basso

# La copertura del FF: il capitale di rischio

- Chi conferisce capitale di rischio diventa titolare della proprietà societaria e partecipa al rischio di impresa
- Contabilmente coincide con il capitale/patrimonio netto:
  - capitale sociale nominale + riserve e utili non distribuiti
- Risorsa stabile: non vi è obbligo di rimborso ed è vincolato all'impresa per durata illimitata
- Non presenta un obbligo formale di remunerazione
  - dividendo

# La copertura del fabbisogno finanziario: il capitale di rischio

- Vantaggi:
  - Consente di sopportare l'elevato grado di rischio della crescita: risorsa stabile che non prevede remunerazione puntuale
  - Non richiede la prestazione di garanzie
- Svantaggi:
  - Costo. Il potenziale investitore pretende una remunerazione più elevata, perché più esposto al rischio di impresa
    - Dividendo
    - Plusvalenza sull'investimento

# I servizi di finanziamento alle imprese

Per coprire il fabbisogno finanziario delle imprese, la banca interviene con tre modalità

- Servizi di finanziamento che impegnano il patrimonio della banca e implicano l'assunzione del rischio di credito:
  - prestiti per cassa, concessione di garanzie, (assunzione di valori mobiliari emessi dalle imprese)
- Servizi finanziari di supporto all'emissione, alla sottoscrizione e al collocamento di strumenti obbligazionari e azionari: assistenza al ricorso al mercato mobiliare
- Consulenze alle decisioni finanziarie delle imprese



***Canale  
indiretto  
(diretto)***



***Canale  
diretto***



***Canale  
diretto***

# I prestiti per cassa – caratteristiche

**Finalità:** copertura del fabbisogno finanziario delle imprese

## **Processo di creazione del prestito**

- Screening e selecting
- Individuazione dell'importo massimo da mettere a disposizione del cliente (**fido**)



**Il fido si può articolare in forme tecniche diverse per l'utilizzo della somma messa a disposizione, in relazione a:**

- modalità di utilizzo del credito da parte del debitore
- conseguenti prestazioni/erogazioni a carico della banca
- termini di rimborso
- garanzie
- modalità di definizione del *pricing*

# I prestiti per cassa – caratteristiche

Corrispondenza tra forme tecniche dei finanziamenti e natura temporale del fabbisogno finanziario dell'impresa

## **Prestiti a breve termine**

- Fabbisogni che originano da investimenti in capitale di esercizio
  - scorte
  - crediti commerciali concessi
- Finanziamenti che coniugano servizi di incasso e pagamento offerti dalle banche
  - apertura di credito in cc

## **Prestiti a medio/lungo termine**

- Fabbisogni per investimenti in capitale fisso
  - immobili, impianti e macchinari
- Politiche di crescita esterna con fusioni/acquisizioni

# Il capitale di debito e il rapporto con le banche

## - il *rating* -

- La decisione di affidamento e il relativo *pricing* del credito dipendono dal *rating* assegnato dalla banca al richiedente credito (Accordo sul capitale di Basilea)
- ***RATING: indicatore del merito creditizio/probabilità di insolvenza del cliente determinato secondo apposite procedure basate su diverse variabili, di natura quantitativa (soprattutto) e qualitativa***
- Il *rating* determinato dall'utilizzo dei sistemi predisposti dalle banche può essere mitigato dalla presenza di idonee garanzie reali e/o finanziarie.

# Il capitale di debito e il rapporto con le banche

## - il *rating* -

### *Le variabili per la determinazione del rating*

- analisi di bilancio: caratteristiche patrimoniali, economiche e finanziarie, indici di redditività, liquidità e indebitamento
- analisi degli aspetti qualitativi: caratteristiche e posizione di mercato
- valutazione della conduzione manageriale: assetto proprietario, organizzazione ed esperienza del management
- valutazione delle prospettive future
- analisi del rapporto bancario che l'impresa già intrattiene con l'intermediario, il cosiddetto "andamentale"
- valutazione dei dati sul volume e l'andamento degli affidamenti dell'impresa con tutto il sistema bancario italiano (Centrale dei rischi, CDR, gestita da Banca d'Italia)

# I prestiti per cassa a breve termine

## Apertura di credito in conto corrente

- Flessibilità del credito utilizzato nei limiti del fido concesso
- Possibilità di effettuare versamenti, riducendo il debito
- Scadenza determinata, revocabile solo “per giusta causa”, o clausola “salvo revoca”
- Scadenza indeterminata: presenza di clausola “fino a revoca”
- In caso di revoca, il rientro è in tempi brevi, stabiliti dal contratto
- Pricing:
  - **Interessi** sono di solito più alti rispetto ad altre forme contrattuali per la flessibilità; sono calcolati trimestralmente solo sugli importi utilizzati
  - **Commissioni** che remunerano la disponibilità della linea di credito
    - Garanzie: **Personalì**: fidejussioni concesse da società/persone gradite alla banca
    - **Realì**: ipoteca su immobili o pegno su merci

# I prestiti per cassa a breve termine

**Sconto:** prestito monetario garantito da un credito, rappresentato da cambiali o ricevute bancarie - RIBA

- Anticipo al cliente, previa deduzione degli interessi, dell'importo di un credito verso terzi, non ancora scaduto, mediante la cessione salvo buon fine del credito stesso
- L'operazione può collegarsi a un «castelletto» (un fido utilizzabile in tale forma tecnica), attribuito all'impresa affidata qualora essa voglia sistematicamente anticipare l'incasso dei propri crediti
- Più frequente la presentazione allo sconto delle ricevute bancarie piuttosto che delle cambiali.
- Nel caso delle RIBA, si può ricorrere all'accredito «salvo buon fine» collegato ad un apposito castelletto «salvo buon fine»: la banca mette a disposizione del cliente il controvalore degli effetti presentati per l'incasso prima che divenga effettivamente disponibile

# I prestiti per cassa a breve termine

**Anticipazione:** prestito monetario a breve termine

- Scadenza determinata
- Garantito da pegno, a favore della banca, di merci, di valori mobiliari o crediti
- Si compone di due contratti: un contratto principale di prestito (detto polizza di : commisurato al valore di perizia del bene mobile dato anticipazione) e uno accessorio (diritto di pegno)
- Importo del fido concesso in garanzia. Deduzione di uno scarto percentuale, per tutelare la banca da possibili variazioni del valore della garanzia
- La banca erogante acquisisce tre diritti:
  - tenere in pegno il bene mobile per tutto il periodo del prestito
  - far vendere la garanzia in caso di insolvenza del debitore
  - estinguere il finanziamento rivalendosi sul ricavato della vendita del bene mobile in opposizione ad altri eventuali creditori. Non può però divenirne proprietaria.

# I prestiti per cassa a breve termine

**RIPORTO** : «il contratto per il quale il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo e il riportatore assume l'obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del termine stabilito, altrettanti titoli della stessa specie, verso il rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta» (art. 1548 C:C).

- si compone pertanto di due operazioni, una a pronti e l'altra a termine di segno opposto anche se, dal punto di vista giuridico, il riporto si configura come contratto unitario
- operazione particolarmente diffusa in borsa (riporto di borsa), ove finanzia la speculazione al rialzo e al ribasso. Oggetto del riporto di borsa sono prevalentemente i titoli azionari, nel qual caso spettano al riportato i diritti accessori, i diritti di opzione, i diritti e gli oneri derivanti da premi o rimborsi relativi all'estrazione di titoli e, in generale, gli obblighi inerenti ai titoli dati a riporto, mentre il diritto di voto, salvo patto contrario, passa al riportatore.

# I prestiti per cassa a MLT: il mutuo

Prestito a scadenza protratta per il finanziamento dell'edilizia abitativa e di imprese industriali e commerciali.

- Operazione di solito assistita da
  - ipoteca di primo grado su immobili (finanziamento dell'edilizia)
  - privilegio su impianti e macchinari (finanziamenti all'industria e al commercio)
- Durata del prestito e importo
  - Edilizia abitativa: tra 10-20 anni; l'importo erogato copre di norma il 65-70% del valore dell'immobile dato in garanzia; in presenza di garanzie accessorie, può raggiungere anche il 100% di tale valore
  - Industria e commercio: tra i 3-5 anni
- Pricing: a tasso fisso, tasso variabile, tasso misto
- Restituzione del capitale: secondo un piano di rimborso prestabilito
- Rate:
  - periodicità variabile (mensile, trimestrale, semestrale) e sono di norma costanti (quote capitale crescenti e quote interessi decrescenti) o decrescenti (quote capitali costanti e quote interessi decrescenti)
- Documentazione contrattuale: deve sempre riportare il TAEG (Tasso Annuo Effettivo Globale)

# Il mutuo: piani di ammortamento

**Tabella 4 Mutuo. Esempi di piani di ammortamento**

**a) Piano di ammortamento a “quota di capitale costante” (c.d. piano di ammortamento italiano)**

anno	Capitale prestato	Rimborsi (quota capitale)	Debito estinto	Debito residuo	Interessi (quota interessi)	Rata
0	500			500		
1		100	100	400	25	125
2		100	200	300	20	120
3		100	300	200	15	115
4		100	400	100	10	110
5		100	500	0	5	105

Gli interessi sono calcolati sul debito residuo. Per l'anno 1 il calcolo è il seguente:  $0,05 \cdot 500 = 25$ . Per l'anno 2:  $0,05 \cdot 400 = 20$ . Il debito estinto è la sommatoria delle quote capitale. Il debito residuo dell'anno (t) è dato dalla differenza tra il debito al tempo (t-1) e la quota capitale all'anno t (anno 1:  $500 - 100 = 400$ )

**b) Piano di ammortamento a “rata costante” (c.d. piano di ammortamento francese)**

anno	Capitale prestato	Rimborsi (quota capitale)	Debito estinto	Debito residuo	Interessi (quota interessi)	Rata
0	500			500		
1		90,49	90,49	409,51	25,00	115,49
2		95,01	185,50	314,50	20,48	115,49
3		99,76	285,26	214,74	15,73	115,49
4		104,75	390,01	109,99	10,74	115,49
5		109,99	500,00	0,00	5,50	115,49

Interessi calcolati sul debito residuo. Per l'anno 1 il calcolo è il seguente:  $0,05 \cdot 500 = 25$ . Per l'anno 2:  $0,05 \cdot 409,51 = 20,48$ .

Il debito estinto è la sommatoria delle quote capitale rimborsate. Il debito residuo dell'anno (t) è dato dalla differenza tra il debito al tempo t-1 e la quota capitale relativa all'anno (t): anno 1:  $500 - 100 = 400$ .

# I prestiti per cassa a MLT in pool *stand-by* e *evergreen*

Linee di credito di **importo solitamente elevato**, erogate da **pool** (consorzi) di banche, con **elevata elasticità di utilizzo e di rimborso**

**Impresa:** può contare sulla certezza della copertura dei fabbisogni per il periodo di tempo prefissato (fino a 5 anni per i prestiti *stand-by*) o fino alla revoca (*evergreen*)

**Finanziatori :** possono programmare i flussi finanziari, essendo previsto un congruo preavviso sia per i prelievi che per i versamenti

**Condizioni di tasso:** generalmente rivedibili, seguono le condizioni del mercato creditizio e finanziario

- E' previsto il pagamento di una commissione di affidamento (*commitment fee*)

## Pool

### **Composizione**

un gruppo di banche organizzate da uno (capofila) o più istituti con funzioni di manager o co-manager dell'operazione

- Le banche capofila sono istituti di grandi dimensioni ed elevato standing creditizio, di provate capacità nell'organizzazione e gestione di prestiti in pool
- Le banche partecipanti sono istituti di minori dimensioni e prestigio

### **Prestito**

- È ripartito fra tutte le banche partecipanti, secondo accordi predeterminati
- L'erogazione spetta in genere alla capofila

# Leasing – locazione finanziaria

*Prestazione di tipo reale*



*Bene → Disponibilità bene →*

FORNITORE-----LOCATORE-----LOCATARIO

← *Prezzo*



← *Canoni*  
+ *Riscatto*

*Controprestazione monetaria*

***Vantaggi rispetto ad altre forme di finanziamento a MLT:*** rapidità e snellezza delle pratiche, disponibilità immediata del bene, vantaggi fiscali, copertura pressoché totale del fabbisogno finanziario connesso all'investimento

# Leasing

Formula contrattuale che prevede la cessione in uso dei beni: finanziamento per l'acquisizione, con facoltà di riscatto, di beni:

- di consumo durevole (autoveicoli)
- di investimenti produttivi di natura mobiliare (impianti, macchinari, attrezzature)
- immobiliare (immobili commerciali ed industriali)

## ***1- leasing operativo***

- Durata inferiore alla vita economica del bene locato (ad elevato tasso di obsolescenza)
- Il riscatto finale avviene di rado
- I servizi di manutenzione sono a carico del soggetto locatore

## ***2- leasing finanziario***

- Tipica forma di finanziamento
- Durata correlata alla vita economica e fiscale del bene
- I canoni sono comprensivi dell'ammortamento del bene, degli interessi sul capitale investito e del ricarico dell'intermediario erogante

Le società di leasing sono disciplinate dall'art.106 TUB

# Factoring

L'intermediario finanziario, **cessionario o factor**, acquista, da una impresa industriale o commerciale, dei crediti mercantili, notificando al debitore l'avvenuta cessione ed assumendo, al tempo stesso, gli oneri derivanti dall'incasso, dalla contabilizzazione e, talvolta, quelli di un'eventuale insolvenza.

Il factoring è un prodotto composito e rappresenta una combinazione di:

- **servizi di finanziamento:** regolamento anticipato dei crediti commerciali ceduti al **factor**
- **servizi che costituiscono la base qualificante del contratto:**
  - **assicurativi:** il **factor** è garante del buon fine del credito commerciale ceduto (**pro soluto**). Se il rischio rimane a carico del cedente: pro solvendo
  - **tecniche ed amministrative:** gestione dei crediti commerciali per conto del cedente (contabilizzazione, incasso e recupero crediti)
  - **commerciali:** servizi relativi alle politiche di vendita

**Il costo ha una componente interessi e una componente “servizi reali”**

*Per l'intermediario specializzato, l'oggetto sociale prevede l'esercizio dell'attività di acquisto dei crediti di impresa di cui alla legge 52/91. Iscrizione nell'elenco ex.art.106 TUB*

# Crediti di firma e impegni

- La banca garantisce con la propria firma un'obbligazione di un proprio cliente: ***impegno patrimoniale***
- Non implicano una prestazione di tipo monetario, ma rischio di dover adempiere se il cliente è insolvente alla scadenza
- Le imprese richiedono tali impegni per
  - Partecipare a gare e appalti
  - Garantire il buon fine di transazioni commerciali (a livello internazionale)
  - Sostituzione di depositi cauzionali

**avallo di cambiali ed effetti**: la banca concede la propria firma a garanzia del buon fine dell'obbligazione contratta dal beneficiario (pagamento), avallando i titoli che le vengono presentati

**fideiussione bancaria**: la banca costituisce a favore del cliente la propria garanzia circa la tempestiva e regolare esecuzione delle obbligazioni da questo contratte. La durata dell'impegno della banca può essere determinata o lasciata alla discrezione della banca stessa.

# Finanziamento mobiliare

- Finanziamento bancario nella forma di acquisizione di valori mobiliari emessi dal debitore
- La banca non dà luogo alla creazione di un'attività finanziaria "modellata" sulle esigenze finanziarie del debitore, ma acquisisce invece un contratto con caratteristiche tecnico-economiche *standard*
- Tale contratto è negoziabile sul mercato secondario dei titoli (azioni, obbligazioni, cambiali finanziarie ecc.)
  - La banca accresce il grado di liquidità del proprio attivo, grazie alla possibilità di smobilizzare i titoli sul mercato
  - La banca acquisisce maggiore flessibilità di gestione
- L'impersonalità del titolo riduce il contributo che la banca può offrire nel soddisfare le specifiche esigenze finanziarie del prenditore
  - Limite alle possibilità di guadagno connesse all'attività di finanziamento

# Servizi di sottoscrizione e collocamento

- Assistenza all'emittente nelle fasi di emissione e collocamento di titoli sul mercato
  - Presenza di asimmetrie informative
  - *Placing power* degli intermediari coinvolti nel consorzio
- Servizio di sottoscrizione: underwriting. Acquisto dei titoli ad un prezzo determinato da parte del consorzio
  - Il consorzio si assume il rischio di variazioni di prezzo tra il momento della sottoscrizione e quello della successiva vendita al pubblico
    - *Collocamento con garanzia*
    - *Assunzione a fermo*