



**UNIMORE** CEFIN  
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI  
MODENA E REGGIO EMILIA Centro Studi Banca e Finanza

## **SHORT NOTES SERIES**

**N. 21**

**Il finanziamento con garanzia statale del gruppo Fca:  
tra esigenze di liquidità e remunerazione degli azionisti**

**Andrea Landi**

**Giugno 2020**

## **Il finanziamento con garanzia statale del gruppo Fca: tra esigenze di liquidità e remunerazione degli azionisti**

Andrea Landi\*

### **Introduzione**

La richiesta da parte del gruppo FCA di una linea di finanziamento bancario dell'importo di 6,3 mld di euro con garanzia Sace, a valere sulle risorse messe a disposizione del recente decreto liquidità DL 23/2020, ha sollevato critiche da parte di numerosi esponenti del mondo politico e dell'informazione economica.

Gli aspetti critici dell'operazione sono diversi e riguardano il trattamento fiscale di un gruppo industriale che accede a garanzie dello Stato italiano avendo residenza fiscale in un paese estero, l'elevata entità della richiesta rispetto all'insieme delle garanzie previste dal decreto, così come la finalità dell'operazione, soprattutto se valutata nella prospettiva di una prossima fusione della società con la previsione della distribuzione di un dividendo straordinario a favore degli azionisti. Inoltre, ulteriori dubbi si ravvisano nella possibilità che, nell'ambito di una gestione integrata della liquidità di gruppo, il finanziamento agevolato si limiti a sostituire le linee di credito esistenti, privilegiando un obiettivo di contenimento del costo del debito rispetto alla finalità di impiego additivo delle risorse raccolte per sostenere politiche di sviluppo dell'impresa o, quanto meno, nell'attuale situazione creatasi con la crisi pandemica, di mantenere i livelli attuali di produzione e di occupazione.

Con questo approfondimento si indagano i nessi che legano la richiesta del finanziamento agevolato ai diversi profili della gestione finanziaria di FCA e in particolare alla rete di relazioni con i principali *stakeholders* interni ed esterni alla società: gli azionisti, i fornitori/clienti, le banche e il mercato dei capitali. La crisi Covid-19 sta mettendo in discussione la stabilità di questa rete e sollecita cambiamenti nelle scelte gestionali che, nel nuovo contesto di grande incertezza, dovrebbero portare ad una revisione degli obiettivi strategici del gruppo e del suo azionista di controllo.

Attraverso la lettura delle principali grandezze di bilancio si mette dapprima in evidenza la strategia finanziaria assunta dal gruppo nel quinquennio che data dalla fusione Fiat-Crysler. Si valuta poi l'impatto della crisi Covid-19 sulla liquidità del gruppo e la necessità di ricorrere alla linea di finanziamento garantita. Infine, alcune riflessioni sull'opportunità di confermare le modalità dell'operazione di aggregazione con PSA in presenza di un contributo di garanzia statale di importo rilevante.

### ***Redditività, liquidità e indebitamento nei conti FCA***

Il gruppo FCA si trova a fronteggiare la crisi Covid-19 dopo un 2019 positivo, caratterizzato da un fatturato sostanzialmente in linea con quello dell'anno precedente (108 mld di euro) e utili al netto delle componenti straordinarie in leggero calo (2,7 mld). Considerando le componenti straordinarie collegate alla vendita di Magneti Marelli, l'utile netto supera i 6,6 miliardi, contribuendo in modo sostanziale alla generazione di un elevato free cash flow operativo che raggiunge la ragguardevole cifra di 7,5 mld di euro: a questo risultato contribuiscono in positivo oltre all'autofinanziamento

---

\* Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, CEFIN

(utile netto più ammortamenti per 8,1 mld.), la riduzione del circolante netto (per circa 3 mld) e i flussi di cassa generati dalla vendita di Magneti Marelli (5,3 md). Si tratta di risorse che consentono di stabilizzare gli investimenti (Capex per 8,4 mld) e, sul versante degli impieghi finanziari, di accrescere la dotazione di liquidità del gruppo (+2,5 mld.), di continuare il percorso di riduzione dei debiti finanziari (per 3,4 mld) ma anche di corrispondere agli azionisti dividendi per oltre 3 mld. di euro, dopo anni di mancata distribuzione.

Adottando una valutazione dei risultati di medio termine, si rileva come nel quinquennio che data dalla fusione Fiat Chrysler la società sia riuscita a generare un monte utili netti dall'attività ordinaria di 11 miliardi di euro, circa 16 mld considerando le operazioni di natura straordinaria. Il return on equity dopo il valore negativo del 2015 è stato nella media dei 4 anni successivi pari all'11,7% (il 17% con le dismissioni di asset). Con l'eccezione dell'ultimo anno gli utili generati hanno contribuito alla ricapitalizzazione della società che ha visto il patrimonio netto passare da 17 mld. del 2015 ai 28,7 di fine 2019 (Tab.1).

Nel periodo i debiti finanziari risultano più che dimezzati (da 27,8 mld. del 2015 a 12,9 mld. dell'ultimo anno) con un rapporto di indebitamento financial debt/equity che passa da 1,64 a 0,45. A questo risultato contribuiscono non solo la maggiore capitalizzazione ma anche l'utilizzo della liquidità per rimborsare il debito.

La liquidità del gruppo è strettamente collegata al ciclo del capitale circolante e agli effetti monetari derivanti dallo scarto tra gli incassi, ravvicinati nel tempo per quanto riguarda i crediti commerciali originati dagli autoveicoli ceduti ai concessionari, e il pagamento dei fornitori con termini contrattuali più estesi nel tempo.

A fine 2019 i debiti di fornitura rappresentavano la componente più importante dei debiti complessivi con circa 22 mld. di euro, mentre i crediti commerciali non superavano i 7 mld. di euro. Le attività liquide del gruppo (15 mld.) sono a presidio dei debiti commerciali netti e rappresentano oltre il 15% del totale delle attività.

La gestione di questa liquidità e delle sue determinanti rappresenta una delle componenti più importanti della gestione finanziaria e ciò appare evidente nel modo con cui nel corso del quinquennio la possibilità di ridurre i debiti finanziari è stata sfruttata riducendo le attività liquide (7 mld. in meno nei cinque anni).

Questa ricostruzione dei dati di bilancio mette in evidenza gli obiettivi della gestione finanziaria di FCA perseguiti nel periodo che data dalla fusione Fiat-Chrysler. Tra questi il principale risulta la riduzione del rapporto di indebitamento perseguito grazie ad una buona redditività, all'accantonamento a riserva degli utili e all'utilizzo della liquidità generata dalla gestione del capitale circolante netto ai fini del rimborso dei debiti finanziari.

Il confronto con i principali competitors europei vede FCA allineata in termini di redditività netta e su livelli di indebitamento finanziario simili a quelli dei gruppi PSA e Renault. Mentre molto più contenuto risulta il leverage del gruppo VW. Ciò che invece risalta nel confronto è il livello della liquidità quando rapportata al volume dei debiti commerciali che risulta ben al di sotto dell'unità a fronte di valori dei concorrenti circa doppi (Tab.2)

La rete dei fornitori e le modalità di pagamento rappresentano un importante polmone finanziario del gruppo la cui gestione si basa sull'equilibrio tra le attività liquide detenute e gli impegni di pagamento dei debiti commerciali. Per FCA, in considerazione del più basso livello della liquidità si

tratta di un equilibrio suscettibile di alterarsi soprattutto in presenza di forti contrazioni delle vendite che riducono gli incassi monetari a fronte di pagamenti dei debiti commerciali che maturano anche in una situazione di minori acquisti per forniture. Una difficoltà che, come vedremo, si manifesta in tutta la sua evidenza nei primi mesi del 2020.

La lettura dei dati di bilancio nell'arco dei 5 anni dà anche conto di come il gruppo si sia progressivamente preparato ad una operazione straordinaria, cercando dapprima di ricapitalizzarsi per conferire maggiore valore e peso agli asset da conferire nell'aggregazione e, una volta definiti i contorni dell'operazione, perseguendo gli interessi degli azionisti ad incassare una parte del valore creato negli anni. In questa logica rientra la vendita della Magneti Marelli e la distribuzione di un dividendo straordinario, prodromica alla distribuzione ancor più rilevante prevista nell'accordo di fusione con PSA Group.

### ***L'impatto della crisi Covid-19***

A livello internazionale il settore automobilistico e il suo indotto è stato tra quelli più colpiti dal blocco produttivo provocato dalla crisi pandemica. Nel solo mercato italiano le stime Intesa San Paolo e Prometeia vedono per il 2020 una riduzione del fatturato di circa il 26% con oltre 500 mila immatricolazioni in meno.

Una valutazione preliminare dell'impatto della crisi sui conti di FCA può essere svolta a partire dalla prima trimestrale del 2020 nel confronto con quella corrispondente dell'esercizio 2019. La riduzione del fatturato di circa il 20% porta in negativo il risultato netto e determina una riduzione dell'autofinanziamento per circa 1 mld. di euro, con un impatto sul cash flow amplificato dalla variazione del circolante netto per effetto dell'accumulo delle scorte ma anche per il maturare dei pagamenti dei fornitori a fronte di una riduzione degli incassi (Tab.3).

Complessivamente il fabbisogno di cassa generato dall'attività operativa nel trimestre supera i 5 mld. di euro. Al netto di un utilizzo di linee di credito bancarie, la posizione di liquidità del gruppo si riduce a 12 mld.

La crisi sta dunque bruciando rapidamente la liquidità del gruppo, così che se proiettassimo la situazione del trimestre sull'intero anno, il maggiore fabbisogno finanziario porterebbe ad esaurire le attività liquide nei tre trimestri successivi a parità di debito finanziario. Tuttavia sulle prospettive di liquidità del gruppo incideranno i volumi degli investimenti e la gestione del capitale circolante con un'alta probabilità che i primi si riducano rispetto alla media degli anni precedenti, mentre aumenti la pressione nei confronti dei fornitori e dei concessionari per recuperare flussi di cassa operativi. Come sopra anticipato, sul primo trimestre in particolare pesa il *backlog* dei pagamenti ai fornitori che si scarica nelle prime fasi della crisi sulla liquidità del gruppo anche in una situazione di blocco di tutta la filiera produttiva.

### ***Il finanziamento con garanzia SACE***

Nel pieno della crisi il gruppo FCA ha attivato le linee di credito a medio termine precostituite negli anni precedenti. A metà aprile ha annunciato di aver utilizzato la linea di credito revolving per 6,25 miliardi di euro sottoscritta nel giugno del 2015 e modificata nel marzo 2019. Il finanziamento si compone di 2 tranche di cui la prima per un importo di 3,125 mld. di euro con scadenza di 37 mesi, la seconda per un analogo importo ma con scadenza 5 anni. La liquidità del gruppo disponibile a fine marzo sale pertanto a 18,6 miliardi di euro, Inoltre, sempre nel mese di aprile, si aggiunge la linea

di credito da 3,5 miliardi di euro (Bridge Credit Facility) sindacata da 13 banche e funzionale alla raccolta di fondi sul mercato dei capitali.

Osservando la composizione dei debiti finanziari si può notare come la linea di credito revolving sottoscritta negli anni precedenti abbia rappresentato una garanzia per il programma di emissioni di medium term notes che a fine 2019 rappresentavano 6,3 mld. di euro, circa il 50% del totale dei debiti finanziari.

Come riportato nella prima trimestrale dell'anno, le preoccupazioni collegate alla crisi del mercato automobilistico hanno consigliato di attivare tempestivamente il finanziamento revolving, così come è parso opportuno avanzare la richiesta di finanziamento agevolato con garanzia Sace nell'ambito degli interventi previsti dal decreto liquidità (D.L. 23/2020) per un importo equivalente a quello della linea di credito attivata.

Le condizioni del finanziamento previste dal decreto liquidità riguardano la possibilità per Sace di concedere garanzie fino al 31 dicembre 2020 a banche e altri intermediari finanziari per finanziamenti alle imprese con stabilimenti e attività imprenditoriali localizzate in Italia colpite dal Covid-19. Il prestito va finalizzato a sostenere costi del personale, investimenti o capitale circolante e il suo importo non può superare l'ammontare maggiore tra il 25% del fatturato annuo o il doppio dei costi del personale nel 2019. La garanzia Sace per le imprese oltre i 5 mld. di fatturato è pari al 70%. Inoltre è previsto l'obbligo di non distribuire dividendi ed è impedito il riacquisto di azioni proprie nel corso dell'anno.

Se perfezionato, il prestito dovrebbe interessare la controllata italiana del gruppo (FCA Italy) per un ammontare potenzialmente pari a 6,3 mld di euro e con una finalità dichiarata di supportare i pagamenti della filiera dei fornitori, la ripartenza della produzione e gli investimenti negli stabilimenti italiani. Considerata l'importanza che riveste la subfornitura italiana per il gruppo FCA, la finalità/condizionalità del prestito sembra rassicurante circa l'impegno a garantire liquidità alla miriade di fornitori che oltre ad avere interrotto la produzione temono ulteriori dilazioni di pagamento. Tuttavia, a meno di pensare che la crisi in corso, in mancanza delle nuove risorse, porti il gruppo a non rispettare i propri impegni di pagamento, 6,3 mld di euro distribuiti sugli anni di durata del finanziamento, da finalizzare al rimborso di parte dei debiti commerciali nei confronti dei fornitori italiani, non sembrano una condizionalità così stringente se si raffrontano ai 22 miliardi di debiti commerciali di cui una parte consistente collegata alla fornitura italiana.

In virtù del fatto che la liquidità, e più in generale la finanza, opera con il principio dei vasi comunicanti, le nuove risorse finanziarie si aggiungeranno indistintamente a quelle preesistenti consentendo flessibilità nelle finalizzazioni. Ciò che si ottiene per finanziare i fornitori italiani libererà risorse a livello di gruppo per effettuare investimenti in ricerca o in nuovi stabilimenti o per pagare gli stipendi dei lavoratori nei diversi paesi in cui opera il gruppo. O ancora per rimborsare linee di credito giudicate meno convenienti rispetto al nuovo finanziamento soprattutto se agevolato.

La coincidenza tra gli importi del nuovo finanziamento agevolato e della linea di credito recentemente utilizzata fanno infatti ipotizzare che una motivazione della richiesta della garanzia Sace risieda nella possibilità di rimborsare la linea revolving risparmiando sul costo del finanziamento. E' evidente che le condizioni concesse attraverso la garanzia Sace sconteranno il minore rischio e il minore assorbimento di capitale per le banche finanziatrici. La garanzia ha un

costo di 0,5% il primo anno e dell'1% nei due anni successivi. Considerate le condizioni di mercato delle *medium term notes* emesse dal gruppo con scadenza residua oltre i 3 anni (a fine maggio la nota a tasso fisso in euro con scadenza marzo 2024 quotava 104 con un rendimento del 2,6%), i tassi agevolati non dovrebbero superare l'1-2%. Con questi valori il vantaggio della garanzia Sace più che nel costo, comunque inferiore, sembra risiedere nella disponibilità del credito garantito, stante l'interesse delle banche a ridurre l'esposizione al rischio, soprattutto in una fase in cui è prevedibile che nei prossimi mesi sui bilanci delle banche si scaricheranno gli effetti della crisi economica.

### ***La distribuzione straordinaria di dividendi***

L'opzione di sostituzione dei finanziamenti, anche se conveniente, dovrà comunque fare i conti con le esigenze di liquidità richieste dalla crisi Covid e con il procedere del processo di fusione con il gruppo PSA. L'accordo annunciato a fine 2019 ha motivazioni collegate ai fondamentali industriali dell'operazione ma anche evidenti obiettivi di remunerazione degli azionisti. Il suo perfezionamento porterà alla distribuzione di un dividendo straordinario per i soci FCA di 5,5 mld. di euro, cui si aggiungerà l'assegnazione delle azioni Comau con scorporo e quotazione della società. Considerando anche la distribuzione straordinaria del dividendo avvenuta nel 2019 (per un importo complessivo di 3 mld di euro e derivante dalla vendita della Magneti Marelli) e la possibilità di procedere nell'arco del biennio 2020-21 alla distribuzione di un'ulteriore cedola per 1,1 mld, bene si coglie l'obiettivo degli azionisti di incassare una parte del valore generato dalla società nel periodo che data dalla fusione Fiat – Chrysler del 2014.

Al momento dell'annuncio la capitalizzazione di borsa di FCA era pari a 18,5 mld di euro con una valorizzazione della società rispetto agli 8,2 miliardi di inizio 2015 di oltre 10 miliardi. Per effetto degli accordi di fusione che (a partire da una maggiore capitalizzazione di PSA) bilanciano le quote di partecipazione tra i due gruppi di azionisti e riconoscono un premio a FCA, gli azionisti di quest'ultima si vedranno distribuire oltre la metà del valore societario di mercato generato nel periodo (6,6 mld di dividendi più le quote Comau). L'operazione di fusione diventa pertanto un'importante opportunità di distribuire il valore della società creato negli ultimi anni.

La crisi Covid e il suo impatto sulle prospettive del settore modificano gli ordini di grandezza alla base della operazione di aggregazione con possibili implicazioni per quanto riguarda le scelte di distribuzione dei dividendi e gli accordi con PSA. Alle quotazioni attuali (1 giugno 2020) la capitalizzazione di mercato di FCA è ridimensionata a 12,7 miliardi e di conseguenza la distribuzione di valore agli azionisti immaginata al momento dell'annuncio non sarebbe più giustificata a valori di mercato dalla crescita delle quotazioni intervenuta negli ultimi 5 anni. Inoltre, il confronto tra le capitalizzazioni di FCA e PSA vede un riallineamento dei due valori (12,7 mld per FCA e 12,1 per PSA) che probabilmente riflette le diverse prospettive dei mercati di riferimento delle due società, con una penalizzazione per quelli europei rispetto a quelli americani. Vi sono dunque elementi nuovi e anche grandi incertezze che consiglierebbero una revisione delle condizioni alla base dell'operazione di fusione e anche un diverso atteggiamento degli azionisti nell'appropriarsi di parte del valore della società.

### ***Conclusioni***

Il caso FCA, assunto alla cronaca politica ed economica per la richiesta di un finanziamento di importo rilevante con garanzia statale, apre alcuni interrogativi che, a partire dalle possibili motivazioni della

richiesta, si ampliano fino ad interessare le prospettive del gruppo in uno scenario di crisi senza precedenti del settore automobilistico e alle soglie di una importante operazione di aggregazione concordata solo pochi mesi prima dello scoppio della crisi.

Il gruppo si è presentato all'ingresso della crisi con una serie di fondamentali positivi, frutto di un lavoro di riorganizzazione dell'attività che ha consentito un recupero di redditività, una robusta ricapitalizzazione e una decisa riduzione dei debiti finanziari.

La gestione della liquidità ha svolto un ruolo importante nel contribuire al miglioramento della struttura finanziaria, in ciò avvalendosi della centralità che assume il rapporto con i fornitori e la capacità di mantenere in equilibrio le attività liquide con gli impegni connessi ai debiti commerciali.

Si spiega così perché allo scoppio della crisi FCA abbia individuato nel decreto liquidità l'opportunità per salvaguardare quell'equilibrio finanziario che la forte contrazione produttiva e dei corrispettivi monetari sta mettendo in serio pericolo e perché nelle dichiarazioni di intenti del management la linea di finanziamento si prevede sia utilizzata per garantire la liquidità ai fornitori italiani del gruppo. Va comunque osservato che le condizionalità del decreto poste all'impiego delle risorse per soddisfare la liquidità dei fornitori non sembrano particolarmente vincolanti, considerato che l'importo del prestito, ripartito sugli anni di sua durata, copre presumibilmente solo una parte degli impegni in essere della società nei confronti dei fornitori italiani. Inoltre tale finalità non è in conflitto con la possibilità che a livello di gruppo, e situazione finanziaria permettendo, si possano ridurre le linee di credito attualmente utilizzate e che ci si avvantaggi della garanzia statale per abbassare il costo del debito.

Più critico appare il nesso tra la linea di finanziamento agevolato e l'operazione straordinaria di fusione con PSA che si basa sulla premessa di una distribuzione straordinaria di dividendi quale corrispettivo del premio pagato a FCA. E' difficile pensare che la situazione di grande difficoltà del settore automobilistico non modifichi i termini dell'operazione e che la distribuzione agli azionisti di una parte rilevante del valore della società accumulatosi nel tempo sia coerente con l'obiettivo di rafforzare la società frutto della fusione in un quadro di grande incertezza economica. La conferma dell'operazione e della distribuzione straordinaria di risorse, se gestita utilizzando il credito con garanzia pubblica, avrebbe il significato di una riproposizione dello storico binomio oneri pubblici-benefici privati di cui lo Stato e cioè il contribuente italiano avrebbe tutto il diritto di chiedere conto.

**Tabella 1. FCA: principali grandezze di bilancio (mln euro)**

	2019	2018	2017	2016	2015
Ricavi	108.187	110.412	105.73	105.798	105.859
Utile netto	2.7	3.33	3.291	1.713	-15
Utile netto (comprensivo di op. str.)	6.63	3.632	3.51	1.814	0.377
Totale attività	98.044	96.873	96.299	104.343	105.753
Attività liquide	15.014	12.45	12.638	17.318	20.662
Crediti vs clienti	6.628	7.188	7.887	7.273	6.575
Debiti vs fornitori	21.616	19.229	21.939	22.655	21.465
Debiti finanziari	12.901	14.528	17.971	24.048	27.786
Capitale proprio	28.675	24.903	20.987	19.353	16.968
ROE	23,1%	14,6%	16,7%	9,4%	2,2%
Leverage	45,0%	58,3%	85,6%	124,3%	163,8%
giorni crediti clienti	22	24	27	25	23
giorni debiti fornitori (calcolati su costo del venduto)	85	74	89	87	80

Fonte: Bilanci consolidati FCA vari anni

**Tab.2 Indicatori economici di alcuni principali gruppi automobilistici europei**

	FCA		PSA		Renault		VW*	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Ricavi	108.187	110.412	74.731	74.027	55.537	57.419	212.474	201.067
Utile netto	2.700^	3.330	3.651	3.901	19	3.451	11.646	10.203
Roe	9,4%	14,6%	16,7%	19,9%	0,1%	9,6%	12,6%	11,5%
Deb. Fin/CP	45,0%	58,3%	52,4%	38,0%	32,8%	24,0%	11,1%	14,3%
Attività liquide/Debiti fornitori	0,7	0,6	1,2	1,1	1,6	1,6	1,0	1,2
<i>Fonte: bilanci vari anni, mln. euro</i>								
^al netto op.str.								
*alnetto divisione finanziaria								

**Tabella 3. FCA: componenti del free cash flow operativo (mln.euro)**

	I trim 2020	I trim 2019
Utile netto	-1.694	508
Ammortamento	1.335	1.383
Variazione capitale	-3.553	-651
Capex	-2.327	-1.376
Altre voci operative	1.092	-170
<b>Free cash flow operativo</b>	<b>-5.147</b>	<b>-306</b>

Fonte: Bilanci consolidati FCA



## CEFIN Short Notes

- 20 *La vulnerabilità delle imprese della regione Emilia Romagna: una valutazione del ricorso alle garanzie del Decreto Liquidità (D.L. n. 23/2020)*, Landi A. e Venturelli V. (Maggio 2020)
- 19 *Le prospettive dell'asset management. Tra sviluppo del mercato dei capitali e cambiamenti dei modelli di business bancari*, Landi A. e Venturelli V. (Giugno 2017)
- 18 *Crescita, performance e fragilità economico-finanziaria delle imprese regionali: un'analisi del periodo 2009-14*, Ferretti R., Landi, A. e Venturelli, V. (Maggio 2017)
- 17 *I rischi dell'uscita dall'euro e dall'Unione Europea*, Marotta, G. (Aprile 2017)
- 16 *Motivazioni improbabili per l'innalzamento del tetto sull'uso del contante*, Marotta, G. (Novembre 2015)
- 15 *Uscita dall'euro: strumento adatto per quale obiettivo?*, Marotta, G. (Marzo 2015)
- 14 *Banche popolari e banche Spa: quale reazione agli aumenti di capitale?*, Ferretti, R. e Castelli, A. (Febbraio 2015)
- 13 *L'anatocismo tra nuove norme e vecchi problemi*, Cotterli S. (Gennaio 2015)
- 12 *Le financial transaction taxes e l'incidenza sui volumi negoziati: un'analisi empirica sull'Italia*, Calandrino, S. e Ferretti, R. (Settembre 2014)
- 11 *Il Key Investor Information Document*, Ferretti R. e Rubaltelli E. (Settembre 2012)
- 10 *Sostenibilità finanziaria e rischio politico degli schemi pensionistici a contribuzione definita: una prospettiva macroprudenziale*, Marotta G. (Giugno 2011)
- 9 *Economia e finanza nel settore metalmeccanico in provincia di Modena tra 2005 e 2008*, Poli E. (Giugno 2010)
- 8 *L'attention grabbing non funziona la domenica?*, Ferretti R. e Vignudini M. (Marzo 2010)
- 7 *Per una politica lungimirante del credito bancario: vincoli e condizioni*, Marotta G. (Giugno 2009).
- 6 *La pubblicità degli intermediari finanziari e gli effetti della crisi: alcune evidenze sul comportamento delle banche italiane*, Codeluppi V., Ferretti R. (Giugno 2009)
- 5 *Quanto vale essere il titolo della settimana?*, Ferretti R. (Marzo 2009)
- 4 *Il ruolo degli investitori retail nella performance a breve delle IPO italiane*, Ferretti R. (Febbraio 2008)
- 3 *Il rischio di longevità e la sua copertura: un'introduzione ai titoli mortality-linked*, Torricelli C, Loi G. (2007)
- 2 *Il credito al consumo: le caratteristiche dei messaggi pubblicitari*, Codeluppi V., Ferretti R. (Ottobre 2007)
- 1 *Fondi pensione ed equity risk premium*, Marotta G. (Giugno 2007)