

# La redditività e l'efficienza delle Sgr immobiliari

*The challenge of efficiency for Italian real estate fund management companies*

**Claudio Giannotti**, Università Lum Jean Monnet di Casamassima | **Gianluca Mattarocci**,  
Università di Roma Tor Vergata

## Keywords

Sgr immobiliare, redditività,  
efficienza

## Jel codes

G23, M21

**Le Sgr immobiliari italiane stanno affrontando nuove e importanti sfide competitive in un mercato sempre più concorrenziale. La crescita dei patrimoni gestiti e dei ricavi, l'efficienza operativa delle strutture interne e l'adeguatezza degli assetti organizzativi sono gli obiettivi prioritari per poter competere in un contesto internazionale.**

*The Italian real estate societies are facing significant new important challenges in the increasingly competitive market. The growth in assets under management and revenues, operational efficiency and adequate organizational structures are priority objectives in order to compete in an international context.*

## I. Introduzione

Il sistema delle Sgr e dei fondi immobiliari italiani si è notevolmente sviluppato in questi anni. Dal 2003 al 2013, i fondi immobiliari sono cresciuti in termini di numerosità (da 19 a 361) e di totale attivo (da 5 a 55 miliardi di euro)<sup>1</sup>. Le Sgr specializzate nella gestione dei fondi immobiliari a fine 2013 erano 47, pari al 31% circa del totale delle Sgr attive. Dal 2007 al 2013, l'Asset Under Management è cresciuto del 55% per le principali 5 Sgr e del 61% per le principali 10 Sgr (tavola 1).

Le Sgr immobiliari presentano un modello di business specifico e differente rispetto a quello delle Sgr che gestiscono o promuovono fondi aperti (Rota e Morassut, 2014), rendendo poco significativo un eventuale

confronto. Vi sono stati pochi studi che hanno analizzato gli equilibri di gestione delle Sgr immobiliari. Alcuni lavori hanno evidenziato una significativa variabilità della redditività tra i diversi operatori (Abate, 2011; Rinaldi, 2011). Dai dati disponibili emerge che, negli ultimi anni, alcune Sgr immobiliari hanno chiuso il bilancio in perdita (Banca d'Italia, 2011, 2012, 2013).

Tavola 1

### L'Asset Under Management delle Sgr specializzate (milioni di euro)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Var. % 2007- 2013
Top 5 Sgr	17.750	22.487	24.460	25.505	27.111	27.278	27.481	54,8%
Top 10 Sgr	24.263	28.688	31.284	33.638	35.654	35.885	38.982	60,7%
Totale	36.052	42.368	47.494	50.573	53.612	53.467	55.125	52,9%
Peso top 5 su totale	49,2%	53,1%	51,5%	50,4%	50,6%	51,0%	49,9%	
Peso top 10 su totale	67,3%	67,7%	65,9%	66,5%	66,5%	67,1%	70,7%	

FONTE: NOMISMA LUM (2014)

Una versione preliminare di questo articolo è stata pubblicata nel 7° Rapporto sulla Finanza Immobiliare Nomisma Lum, 2014. I principali risultati sono stati presentati da Claudio Giannotti in occasione del relativo convegno che si è tenuto a Roma l'11 giugno 2014 presso la Luiss Business School. Gli autori ringraziano la dott.ssa Anisa Ago per il supporto nella preparazione del data base.

<sup>1</sup> Vedi Banca d'Italia, *Relazione Annuale sul 2013*.

Questo articolo descrive i primi risultati di una ricerca sulle Sgr immobiliari. In particolare, sono analizzati alcuni profili che riguardano la redditività, l'efficienza e la produttività di un campione significativo di Sgr italiane specializzate nella gestione di fondi immobiliari.

## 2. Le Sgr immobiliari: il campione e la metodologia

Il campione considerato è costituito da 15 Sgr immobiliari di media e grande dimensione, che a fine 2012 gestivano un patrimonio complessivo di 25,1 miliardi di euro (tavola 2). Sono stati calcolati alcuni indicatori di bilancio, sulla base dei dati dello Stato Patrimoniale, del Conto Economico, del Prospetto delle Variazioni del Patrimonio Netto e della Nota Integrativa dei Bilanci di impresa, forniti da Cerved Group.

A partire dalla redazione del bilancio di esercizio relativo al 2006, le Sgr si sono attenute alle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia emanate il 14 febbraio 2006 (poi successivamente modificate/sostituite), che hanno comportato l'adozione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs (regolamento n. 1606/2002/Ce e decreto legislativo n. 38 del 2005). Le Istruzioni di Vigilanza del 2006 hanno determinato una sostanziale modifica negli schemi e nella informativa del bilancio delle Sgr. Per tale ragione, in questa ricerca sono stati considerati gli anni che vanno dal 2005 (per i dati che sono desumibili dai bilanci 2006) fino al 2012.

La valutazione dell'equilibrio economico deve tenere conto della fase del ciclo di vita della Sgr, che nei primi anni di attività rileva tipicamente margini reddituali negativi; in al-

cuni casi il punto di pareggio è stato raggiunto dopo un anno, in altri dopo due o tre anni. Per facilitare il confronto, sono stati considerati solamente gli esercizi in cui la Sgr presentava un reddito operativo positivo, escludendo le fasi di avvio e primo sviluppo.

## 3. Una visione d'insieme delle Sgr immobiliari

La crescita dimensionale delle Sgr è testimoniata dall'andamento nel tempo dei valori relativi all'attivo di bilancio, al numero dei dipendenti, alle commissioni attive e al volume dei patrimoni gestiti (tavola 3).

Negli ultimi tre anni, caratterizzati da un'identica numerosità del campione, l'attivo e le commissioni attive sono cresciuti rispettivamente del 43 e del 10%. Il numero dei dipendenti è passato da 422 a 515 unità<sup>2</sup>. I patrimoni gestiti sono passati da 19,4 a 25,1 miliardi di euro, con un incremento del 29%<sup>3</sup>.

La differenza tra commissioni attive e passive determina il Margine operativo lordo, che evidenzia una trend di crescita nell'intero periodo considerato. Dal 2010 al 2012 il Mol e l'Utile di esercizio hanno avuto un andamento altalenante; tutte le Sgr hanno chiuso il bilancio in utile. I margini reddituali presentano valori molto variabili all'interno del campione considerato.

L'aumento dei costi operativi relativi alla gestione caratteristica è stato significativo ed è stato in particolare pari al 30% dal 2010 al 2012.

Negli ultimi tre anni, il patrimonio netto è aumentato del 67%, e, in rapporto al totale attivo, è passato dal 66% nel 2010 al 77% nel 2012.

## 4. La redditività complessiva e operativa

La redditività delle Sgr immobiliari può essere innanzitutto analizzata con l'andamento del Roe (utile netto/patrimonio netto) e del Roi (reddito operativo/capitale investito); i valori sono riportati nelle tavole 4 e 5.

Negli ultimi tre anni, la redditività dell'equity e quella del

Tavola 2

### Il campione analizzato

Aedes Bpm Real Estate Sgr	Hines Italia Sgr
Beni Stabili Gestioni Sgr	Idea Fimit Sgr
Bnp Paribas Reim Sgr	Investire Immobiliare Sgr
Castello Sgr	Prelios Sgr
Fabrica Immobiliare Sgr	Ream Sgr
Finanziaria Internazionale	Serenissima Sgr
Investments Sgr	Sorgente Sgr
Generali Immobiliare Italia Sgr	Torre Sgr

<sup>2</sup> Non è stato possibile calcolare il numero dei dipendenti nel 2005 dal momento che non tutti i bilanci del 2006 presentavano tale informazione.

<sup>3</sup> Nel calcolo dei patrimoni gestiti sono stati considerati sia gli Oicr, compresi quelli dati in delega, che le gestioni di portafogli. Occorre rilevare che il patrimonio gestito è in media costituito, per circa il 98%, dalle gestioni proprie di fondi.

Tavola 3

**Dati aggregati delle Sgr immobiliari** (in mln di euro)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
N. Sgr		7	9	12	12	14	15	15	15
Totale attivo	Totale	222,25	263,99	309,22	345,31	352,60	403,37	583,13	578,67
	Media	31,75	29,33	25,77	28,78	25,19	26,89	38,88	38,58
Numero dipendenti	Totale		185	253	307	381	422	473	515
	Media		20,56	21,08	25,58	27,21	28,13	31,53	34,33
Commissioni attive	Totale	132,14	130,89	161,34	172,99	176,77	211,25	199,62	233,10
	Media	18,88	14,54	13,44	14,42	12,63	14,08	13,31	15,54
Commissioni passive	Totale	20,97	27,17	18,77	16,95	15,65	16,51	15,12	14,42
	Media	3,00	3,02	1,56	1,41	1,12	1,10	1,01	0,96
Commissioni nette (Mol)	Totale	111,16	103,72	142,57	156,04	161,11	194,74	184,50	218,68
	Media	15,88	11,52	11,88	13,00	11,51	12,98	12,30	14,58
Costi operativi	Totale	43,21	53,70	76,15	82,72	96,82	108,85	110,21	141,27
	Media	6,17	5,97	6,35	6,89	6,92	7,26	7,35	9,42
Utile (perdita) dell'esercizio	Totale	44,15	34,29	44,80	65,55	44,37	55,97	41,71	57,05
	Media	6,31	3,81	3,73	5,46	3,17	3,73	2,78	3,80
Patrimonio netto fine anno	Totale	139,29	164,04	211,95	234,26	251,43	265,81	445,01	444,05
	Media	19,90	18,23	17,66	19,52	17,96	17,72	29,67	29,60
Valore patrimoni gestiti	Totale	9.281,94	10.565,02	13.719,42	14.926,68	17.354,50	19.406,80	24.328,58	25.091,98
	Media	1.325,99	1.173,89	1.143,29	1.243,89	1.239,61	1.293,79	1.621,91	1.672,80

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 4

**Il Roe delle Sgr immobiliari** (valori %)

Roe	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	32,35	21,29	20,16	24,23	19,38	24,01	18,08	22,70
Mediana	23,53	16,20	17,66	11,31	14,21	21,67	19,15	18,92
Dev Std	22,58	11,92	10,25	14,40	9,98	13,29	13,07	13,71

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 5

**Il Roi delle Sgr immobiliari** (valori %)

Roi	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	31,01	20,41	22,03	20,69	20,61	24,22	21,63	24,33
Mediana	21,68	20,00	18,43	23,17	19,47	19,87	20,50	18,18
Dev Std	22,68	11,34	10,51	10,20	9,67	13,62	13,54	15,32

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

capitale investito segue un andamento altalenante; alcuni valori estremi influenzano il Roe e il Roi medi ponderati.

Le mediane mostrano un trend leggermente negativo.

Osservando i valori medi nell'intero periodo considerato, emerge che la variabilità del Roe è superiore a quella del Roi. Nel 2012, all'interno del campione analizzato, i ritorni sul capitale investito sono più variabili rispetto ai ritorni sull'equity.

Per approfondire le dinamiche di formazione del Margine operativo lordo, vengono presentati i valori delle commissioni attive e delle commissioni passive, espressi in rapporto ai patrimoni gestiti (tavola 6 e 7), e l'incidenza delle commissioni passive su quelle attive (tavola 8).

La diminuzione del rapporto tra le commissioni attive e i patrimoni gestiti, nell'intero periodo considerato, conferma

Tavola 6

**Le commissioni attive in rapporto ai patrimoni gestiti** (valori %)

Comm. attive/ patr. gestiti	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	1,42	1,24	1,18	1,16	1,02	1,09	0,82	0,93
Mediana	1,45	1,36	1,19	1,30	1,26	1,16	1,14	1,14
Dev Std	0,47	0,58	0,65	0,62	0,52	0,47	0,44	0,36

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 7

**Le commissioni passive in rapporto ai patrimoni gestiti** (valori %)

Comm. passive/ patr. gestiti	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	0,23	0,26	0,14	0,11	0,09	0,09	0,06	0,06
Mediana	0,25	0,26	0,12	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04
Dev Std	0,22	0,21	0,16	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 8

**Le commissioni passive in rapporto alle commissioni attive** (valori %)

Comm. attive/ comm. passive	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	18,05	22,19	10,57	9,65	8,47	7,65	6,40	5,90
Mediana	26,12	20,49	8,29	7,88	6,77	4,85	4,58	4,27
Dev Std	16,43	13,18	9,62	8,55	10,10	9,84	9,60	9,71

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 9

**La scomposizione delle commissioni attive** (valori % medi)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
<b>A. Gestione di patrimoni</b>										
Commissioni di gestione			79	77	82	89	89	94	97	96
Commissioni di incentivo			7	10	2	4	1	1	0	0
Commissioni di sottoscrizione e rimborso			2	2	7	2	1	1	0	0
Commissioni di switch			0	0	0	0	0	0	0	0
Altre commissioni			11	4	0	0	4	2	1	2
Totale commissioni da fondi comuni			99	92	92	94	95	98	98	98
Totale commissioni da gestioni individuali			0	3	2	2	0	0	0	0
Totale commissioni fondi pensione aperti			0	0	0	0	0	0	0	0
Totale commissioni gestione ricevute in delega			1	1	1	0	0	0	0	0
Totale commissioni di gestione (A)			100	96	96	96	95	98	98	98
<b>B. Altri servizi</b>										
Consulenza			0	4	4	3	5	2	2	1
Altri servizi			0	0	0	1	1	0	0	1
Totale commissioni per altri servizi (B)			0	4	4	4	5	2	2	2
Totale			100	100	100	100	100	100	100	100

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

la crescita competitiva all'interno del settore delle Sgr immobiliari e la diminuzione delle commissioni attive applicate sui fondi immobiliari<sup>4</sup>, come evidenziato in precedenti studi<sup>5</sup>. Negli ultimi anni, le commissioni passive in rapporto ai patrimoni gestiti sono rimaste su valori bassi e stabili. Le commissioni passive non rappresentano un costo in grado di influenzare in modo significativo la redditività delle Sgr immobiliari, vista anche la bassa incidenza rispetto alle commissioni attive.

Le commissioni attive rappresentano il ricavo tipico delle Sgr immobiliari e sono attualmente riconducibili per il 96% alle commissioni di gestione (tavola 9). Nel tempo si è ridotto il peso delle commissioni di incentivo, legate alla percezione di performance fee pagate da alcuni importanti fondi che sono andati in liquidazione, e quello relativo alla consulenza e ad altri servizi.

L'incidenza dei costi della gestione non caratteristica sul reddito operativo è peggiorata nel 2011 e migliorata nel 2012 (tavola 10).

Nel 2012, i costi delle gestioni non caratteristiche hanno inciso in misura minore sul reddito operativo, rispetto al precedente esercizio. Nello sviluppo della ricerca, si intende effettuare una valutazione più completa del contributo delle diverse aree gestionali non caratteristiche alla formazione dell'Utile di esercizio. Nello specifico, appare di particolare interesse misurare, tra l'altro, il peso delle rettifiche di valore sulle quote di fondi immobiliari e sui crediti verso i fondi per commissioni di gestione. L'analisi di queste poste appare di particolare interesse anche a ragione delle difficoltà del mercato immobiliare degli ultimi anni. Occorre rilevare che tali rettifiche di valore, nel 2012, erano presenti solo in alcuni bilanci.

<sup>4</sup> Su questo fronte, sarebbe utile per completezza analizzare anche l'andamento delle commissioni attive rispetto al Gav (Gross Asset Value) dei fondi, informazione che però non sempre è desumibile dai bilanci.

<sup>5</sup> Vedi Abate (2011).

Tavola 10

**Il tasso di incidenza della gestione extra-caratteristica** (valori %)

Utile esercizio/ reddito operativo	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	65,02	66,99	62,40	78,53	66,32	63,60	59,58	73,58
Mediana	63,26	62,46	62,74	69,27	63,48	65,55	63,43	68,56
Dev Std	13,06	18,57	18,11	34,80	16,64	9,05	12,15	10,20

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 11

**L'incidenza dei costi operativi sul Mol** (valori %)

Costi operativi/ Mol	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	44,64	52,43	55,99	55,95	61,08	57,09	59,32	61,28
Mediana	50,97	69,11	68,93	74,97	65,21	55,95	61,74	67,86
Dev Std	29,15	23,33	16,72	21,16	13,21	15,53	13,54	14,06

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 12

**I costi operativi in rapporto ai patrimoni gestiti** (valori %)

Costi operativi/ patrimoni gestiti	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	0,47	0,51	0,56	0,55	0,56	0,56	0,45	0,56
Mediana	0,57	0,65	0,66	0,61	0,61	0,57	0,56	0,63
Dev Std	0,27	0,46	0,45	0,55	0,40	0,31	0,30	0,28

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

## 5. L'efficienza e la produttività

Nel modello di business delle Sgr immobiliari, i costi operativi rappresentano la principale componente negativa di reddito. Appare quindi utile valutare come questi sono cambiati rispetto al Margine operativo lordo (tavola 11) e rispetto ai patrimoni gestiti (tavola 12).

Dal 2010 è aumentata l'incidenza dei costi operativi sul Margine Operativo Lordo, mostrando una minore capacità delle Sgr immobiliari di produrre reddito, una volta coperti i costi operativi. Il valore di tale indicatore all'interno del campione appare piuttosto variabile. Negli ultimi tre anni, il rapporto tra i costi operativi e i patrimoni gestiti ha avuto un andamento altalenante.

Ne deriva una criticità gestionale sul fronte del contenimento dei costi operativi e del-

l'efficienza delle strutture interne, che da un lato hanno sempre più bisogno di competenze professionali e specialistiche e dall'altro devono essere adeguate all'attività operativa, anche per poter rispettare i numerosi adempimenti e controlli. Il conseguimento di economie di scala con la crescita delle masse gestite diventa in tal senso un obiettivo prioritario.

La principale componente di costo operativo è senza dubbio costituita dalle spese amministrative (tavola 13). Esse sono ripartite tra costi del personale (circa il 59%), soprattutto per quello dipendente, e altre spese amministrative (tavola 14).

Sul fronte della produttività, le commissioni attive e il reddito operativo per singolo dipendente seguono un andamento tendenzialmente decrescente negli ultimi anni (tavole 15 e 16). I ricavi e i margini reddituali non sono cresciuti in linea con l'aumento dei dipendenti.

## 6. Conclusioni

Le Sgr specializzate nella gestione dei fondi immobiliari stanno affrontando un nuovo rischio strategico e nuove sfide competitive, in un mercato sempre più concorrenziale. La crescita dei patrimoni gestiti e dei ricavi, l'efficienza operativa delle strutture interne e l'adeguatezza degli assetti organizzativi per poter operare e competere anche a livello internazionale appaiono obiettivi prioritari.

Tavola 13

**Il peso delle spese amministrative all'interno dei costi operativi** (%)

Spese amm./ costi operativi	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	96,04	99,17	99,72	97,60	97,36	93,56	91,77
Mediana	97,23	99,64	99,82	99,01	98,62	97,13	98,08
Dev Std	6,33	2,16	5,05	7,73	35,85	11,52	14,99

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 14

**La composizione delle spese amministrative (valori % medi)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Totale spese per il personale	48,91	51,77	51,20	52,11	58,47	58,88	58,80	59,11
di cui: personale dipendente	36,44	36,93	38,94	39,31	46,08	47,95	48,35	50,73
di cui: altro personale	4,06	2,08	1,88	1,31	1,13	1,15	0,45	0,31
di cui: amministratori e sindaci	8,41	12,76	10,39	11,48	11,25	9,77	10,00	8,06
Totale altre spese amministrative	51,09	48,23	48,80	47,89	41,53	41,12	41,20	40,89
Totale	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 15

**Le commissioni attive pro capite**

Comm. attive/ n. dipendenti	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	812.211	1.413.149	725.290	508.029	556.439	463.282	510.614
Mediana	578.343	468.013	450.714	421.208	470.550	409.928	406.386
Dev Std	408.758	1.060.310	469.192	220.182	358.880	260.640	189.581

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

Tavola 16

**Il reddito operativo pro capite**

Reddito operativo/ n. dipendenti	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Media ponderata	357.552	762.094	349.775	188.523	230.813	181.525	194.221
Mediana	152.322	152.174	119.344	142.492	164.101	159.989	139.358
Dev Std	295.020	679.041	321.333	109.444	170.062	104.358	99.65

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE SU DATI DI BILANCIO

L'analisi di un campione di Sgr di media e grande dimensione, che gestisce complessivamente un patrimonio di circa 25 miliardi di euro, mostra che la redditività dell'equity e del capitale investito ha avuto negli ultimi anni un andamento altalenante, con una tendenza in leggera diminuzione.

Le commissioni attive sono diminuite nel tempo e sono costituite principalmente da commissioni di gestione. Si è infatti ridotto il peso delle commissioni di incentivo e di quelle relative alla consulenza e ad altri servizi.

La redditività delle Sgr dipende in modo significativo dell'incidenza dei costi operativi sul Margine operativo lordo, che negli ultimi anni è aumentata. Ne deriva una criticità gestionale sul fronte del contenimento dei costi operativi e dell'efficienza delle strutture interne. Il conseguimento di economie di scala con la crescita delle masse gestite diventa in tal senso un obiettivo prioritario.

Negli ultimi anni, l'incidenza dei costi relativi alle gestioni extra-caratteristiche ha avuto un andamento altalenante. Nel 2012, il campione analizzato non ha sofferto in modo rilevante delle rettifiche di valore sulle quote di fondi immobiliari e sui crediti verso i fondi per commissioni di gestione.

Gli ulteriori sviluppi della ricerca saranno indirizzati ad approfondire i risultati preliminari ottenuti in questo articolo e ad ampliare le analisi condotte, tra l'altro, allargando il campione delle Sgr immobiliari e considerando i vari aspetti degli equilibri di gestione.

## Bibliografia

- Abate G.** (2011), «Real Estate Finance e Sgr immobiliari: caratteristiche strutturali e dinamiche reddituali», in *Bancaria*, n. 3.
- Asdrubali S.** (2010), «Commissioni di gestione e Fondi immobiliari retail», in *Bancaria*, n. 2.
- Banca d'Italia**, *Relazione Annuale*, anni vari
- Carretta A.** (a cura di) (1995), *Gli intermediari finanziari non bancari*, Egea, Milano.
- Nomisma Lum** (2014), *7° Rapporto sulla Finanza Immobiliare*, Agra.
- Rinaldi R.** (2011), *I fondi immobiliari: andamento del mercato, rischi, sviluppi normativi*, Salone del Risparmio 2011, Convegno Assogestioni - Ipd, Milano 7 aprile.
- Rota A., Morassut R.** (2014), *Redditività ed efficienza delle Sgr italiane 1999-2012*, Quaderno di Ricerca n. 1, Assogestioni.