

Giacomo Morri
Fabrizio Trimarchi

HOTEL INVESTMENT & VALUATION

Metodologie e casi

ESTRATTO



Copertina: Studio Wise, Milano

Impaginazione: Laura Panigara, Cesano Boscone (MI)

Copyright © 2020 EGEA S.p.A.

Via Salasco, 5 – 20136 Milano

Tel. 02/5836.5751 – Fax 02/5836.5753

egea.edizioni@unibocconi.it – www.egeaeditore.it

Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali), nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni. Per altre informazioni o richieste di riproduzione si veda il sito www.egeaeditore.it.

Date le caratteristiche di Internet, l'Editore non è responsabile per eventuali variazioni di indirizzi e contenuti dei siti Internet menzionati.

Prima edizione: maggio 2020

ISBN volume 978-88-238-3747-8

ISBN ebook 978-88-238-1797-5

Stampa: Geca Industrie Grafiche, San Giuliano Milanese (MI)



Questo volume è stampato su carta FSC® proveniente da foreste gestite in maniera responsabile secondo rigorosi standard ambientali, economici e sociali definiti dal Forest Stewardship Council®

Indice

Prefazione , di <i>Magda Antonioli</i>	XI
Introduzione	1
1 Immobili ricettivi in una prospettiva economica	9
1.1 L'albergo come immobile commerciale atipico	10
1.2 Investimento immobiliare ricettivo: la prospettiva di mercato	14
1.3 Logiche di composizione di un investimento immobiliare ricettivo	21
1.4 Classificazione dei prodotti immobiliari ricettivi in ottica di investimento	25
2 Peculiarità nella progettazione e realizzazione dell'immobile alberghiero , di <i>Massimo Roj</i>	43
2.1 Caratteristiche peculiari degli immobili alberghieri e comparazione con altre tipologie di immobili commerciali	43
2.2 L'attività di progettazione dell'immobile alberghiero	46
2.3 Gli standard alberghieri: principali linee guida di progettazione	60
2.4 Trend recenti nel design alberghiero	64
3 Diritti sull'immobile, modelli gestionali e formule contrattuali , di <i>Massimiliano Macaione</i>	69
3.1 Property right e ownership structure	70
3.2 Principali forme contrattuali attuali	75
3.3 Sinossi dei contratti immobiliari alberghieri	97
4 Fattibilità e strategie nell'investimento immobiliare alberghiero	101
4.1 L'analisi di fattibilità dell'investimento immobiliare alberghiero	102
4.2 Il caso Albergo Alfa	110
4.3 Le analisi di mercato	113

4.4	L'analisi del prodotto alberghiero	124
4.5	L'analisi delle strategie di investimento	127
5	La gestione caratteristica alberghiera e i risultati economici	133
5.1	La contabilità alberghiera: principi e peculiarità	134
5.2	Lo standard internazionale di bilancio dell'impresa alberghiera	136
5.3	L'attività di riclassificazione del Conto Economico	147
5.4	La redazione del Conto Economico previsionale finalizzato alla valutazione	151
6	Valutazione dell'immobile alberghiero	165
6.1	Immobili alberghieri: la valutazione di trade-related property	166
6.2	Metodologia del Costo di Ricostruzione	182
6.3	Metodologia della Comparazione Fisica	183
6.4	Metodologia della Comparazione Economico-Finanziaria	191
6.5	Criterio Reddittuale	194
6.6	Criterio Finanziario	200
6.7	Procedimento di Trasformazione	208
6.8	Tassi immobiliari	213
6.9	Principali fattispecie valutative degli immobili alberghieri	222
7	Analisi dell'investimento in immobili alberghieri	235
7.1	Elementi nell'analisi degli investimenti alberghieri	236
7.2	Criteri di valutazione degli investimenti	242
7.3	Flussi di cassa unlevered degli investimenti in immobili alberghieri	246
7.4	Debito	260
7.5	Flussi di cassa levered degli investimenti in immobili alberghieri	269
8	Casi di valutazione alberghiera	281
8.1	Valutazione di un immobile alberghiero trophy asset con contratto di HMA	282
8.2	Valutazione di un immobile alberghiero upscale con contratto di HMA	299
8.3	Valutazione di un'azienda alberghiera	319
8.4	Analisi di investimento di un progetto di sviluppo di un albergo midscale con contratto di franchising	334
	Bibliografia	359

Indice

Materiali integrativi relativi al Capitolo 2	
Esempi di immobili alberghieri	5
Classificazione dei layout delle camere d’hotel	8
Materiali integrativi relativi al Capitolo 4	
4A L’analisi delle strategie di investimento	9
Materiali integrativi relativi al Capitolo 5	
Schede di valutazione dell’Albergo Alfa	21
Materiali integrativi relativi al Capitolo 6	
6A Applicazione della Metodologia del Costo di Ricostruzione all’Albergo Alfa	33
6B Tecnica di Valutazione Simultanea	37
6C Tassi immobiliari	42
6D Modalità di determinazione dei tassi	63
Materiali integrativi relativi al Capitolo 7	
Esempi di modalità di rimborso del debito	77
Materiali integrativi relativi al Capitolo 8	
8A Valutazione di un immobile alberghiero <i>upscale</i> con contratto di locazione	81

Prefazione

di *Magda Antonioli**

In costante e continua evoluzione, il turismo rappresenta un'industria di primissimo piano per l'economia nazionale. Fra i player principali, un ruolo fondamentale è giocato dagli attori della finanza e dell'hôtellerie su cui si concentra il presente lavoro, con l'obiettivo di fornire al lettore un set completo di conoscenze orientate alla crescita qualificata non solo delle aziende ma anche dei territori su cui queste aziende insistono.

Per comprendere appieno il contributo del presente lavoro, è utile rifarsi ad alcuni dei trend che hanno recentemente connotato il turismo in Italia, dal lato sia della domanda sia dell'offerta.

Sul versante della domanda, vengono subito all'occhio alcuni tratti distintivi degli ultimi anni. L'Italia piace sempre di più agli stranieri, ai nuovi mercati e a chi è in cerca di nuove motivazioni di viaggio. Il brand Italia soddisfa questi trend di domanda con una performance sempre migliore: nel 2019 gli stranieri (50,5%) hanno sorpassato la componente nazionale con 217 milioni di notti e hanno speso 19 miliardi di euro (+6,7% rispetto all'anno precedente, ENIT 2019). L'Italia ha superato la Francia nelle presenze internazionali extra UE e si è collocata al primo posto fra le destinazioni mondiali dei viaggi di lusso. Lo stesso vale per i segmenti dei millennials, delle famiglie e dei viaggi di nozze.

La domanda, o per meglio dire la concezione della vacanza, muta in continuazione. Se alcuni segmenti tradizionali vivono seconde giovinezze, se ne affacciano di nuovi più legati alle passioni, dalla voglia di

* Professore di Economia Politica e del Turismo e direttore del corso di laurea magistrale in Economics and Management in Arts, Culture, Media and Entertainment, presso l'Università Bocconi e docente presso SDA Bocconi School of Management.

scoprire centri minori e tesori nascosti a chi (e non solo le nuove generazioni) vede sempre più il viaggio come esperienza di arricchimento personale, all'insegna della curiosità e dell'esperienzialità. Il turista esprime sempre di più un bisogno di autenticità e tipicità locali, richiede personalizzazione, utilizza nuove modalità di acquisto e di comunicazione, esige standard qualitativi e ambientali crescenti. Ed è proprio la spesa turistica che risponde a tali esigenze a registrare la crescita più sostenuta.

Dando uno sguardo più da vicino anche all'offerta, con quasi 33.000 strutture e 1.100.000 camere, l'Italia è il primo paese per alberghi in Europa (Istat, 2017) e il quarto nel mondo, dietro solamente a Stati Uniti, Cina e Giappone, con una quota di mercato a livello globale del 5,6%.

Trascurando in questa sede la sterile categorizzazione tra settore alberghiero ed extralberghiero, che comunque implica politiche di gestione e regolamentazione *ad hoc* soprattutto a livello territoriale, negli ultimi anni si sta assistendo a un upgrade dell'offerta, tanto per riconversione di vecchie strutture, quanto per costruzione di nuove. Si è assistito a un rapido sviluppo delle catene alberghiere, in buona parte estere, e a un processo di riqualificazione anche delle strutture indipendenti, di più piccole dimensioni, che si caratterizzano per la componente umana del servizio e il forte legame con le tipicità del territorio. I grandi operatori si concentrano soprattutto su tre tipologie di investimenti: hotel iconici di alta gamma, recupero del patrimonio storico (dimore, chiese, conventi ecc.) in chiave hospitality e rinascita dei resort, sia in destinazioni leisure sia in prossimità di centri urbani. Le nuove strutture sono sempre più costruite con attenzione al design, in dialogo con il territorio e con elementi di italianità (anche nella ristorazione con la presenza di chef stellati), fattori che esaltano il vantaggio competitivo domestico.

Nell'ultimo quinquennio, sono raddoppiati gli investimenti in campo alberghiero ed è notevolmente cresciuto il numero di transazioni da parte di investitori professionali, quali fondi o investitori istituzionali. Le grandi città continuano a rappresentare le piazze principali, anche se oltre un terzo degli investimenti riguarda destinazioni extraurbane prettamente leisure. Oltre la metà degli investimenti proviene dall'estero e, di questa, un quarto è di origine extraeuropea.

Nonostante questa evoluzione positiva del comparto, l'industria turistica italiana ha però ancora molto da fare, soprattutto in termini di sostenibilità – per rispondere a esigenze diffuse e trasversali della domanda così come per consentire l'applicazione di un premium price –,

di innovazione, e di tecnologie, nonché di destagionalizzazione (senza citare a monte l'accessibilità che abbraccia i trasporti e la fornitura di servizi specifici).

In questo contesto di riferimento, si evince chiaramente quanto sia fondamentale comprendere a fondo le variabili, le relazioni che vi operano e le metodologie. Il volume si colloca proprio in questo contesto: offre un contributo prezioso agli operatori del comparto, agli investitori a tutto tondo, ai policy maker e a tutti quanti riconoscono nel comparto turistico un'industria complessa, fondamentale per il paese che, pur fondandosi su un patrimonio di risorse d'eccellenza spesso tramandato, necessita sempre più – per affrontare le sfide competitive – di conoscenze, di investimenti cospicui, di strategie e di continui update. Solo così potrà competere attivamente sul mercato internazionale da protagonista. Oltre ad approfondire tematiche specifiche con dovizia di particolari, anche in modo interattivo con attori del settore, gli autori fanno trasparire – con rigore scientifico, serietà, responsabilità e professionalità – la necessità di una maggiore consapevolezza delle dinamiche da affrontare e da trattare. Il riferimento non è solo alle catene ma anche alle imprese di minori dimensioni che contraddistinguono una parte importante dell'ossatura del sistema alberghiero nel nostro paese.

Un ulteriore messaggio, per certi versi subliminale, che si legge trasversalmente nel testo e che mi piace richiamare è che un'industria complessa, come quella alberghiera, richiede operatori che innanzitutto ci credano, che dispongano di conoscenze idonee e che da ultimo – come corollario – siano muniti di quella sana dose di *animal spirit* che pur sempre contraddistingue il ruolo chiave dell'imprenditore.

Introduzione

Il comparto alberghiero italiano sta attraversando una profonda trasformazione che appare appena iniziata, le cui evoluzioni sono evidenti, ma i cui ancora incogniti effetti si dispiegheranno probabilmente nel corso del prossimo decennio e oltre. A fronte di una distribuzione capillare di immobili ricettivi sul territorio e della vocazione indiscussa dell'Italia quale primaria destinazione turistica, le mutate esigenze dei clienti – unite alla trasformazione digitale del business – hanno prodotto e producono un gap che ha quale baricentro l'«albergo», inteso quale asset «destinatario» di tali cambiamenti nell'intera filiera turistica. In un mondo connotato da iper-competizione, con la nascita di operatori digitali come booking.com e airbnb.com, gli albergatori italiani sovente si interrogano sul tema del valore e sulle modalità attraverso le quali sia possibile crearlo e misurarlo, a fronte di modelli di business che necessariamente devono essere modernizzati.

Al cambiamento di scenario generale, si aggiungono fattori specifici. Da un lato i ricambi generazionali delle imprese alberghiere, spesso assimilati a fasi di turbolenza nella gestione operativa, generano l'esigenza di conoscerne il valore, anche con finalità di cessione dell'impresa sul mercato. Tale problematica investe una gran parte, se non addirittura la maggior parte, degli alberghi e delle strutture ricettive complementari nell'intero territorio nazionale. Dall'altro lato, le forti esigenze di rinnovo e riqualificazione alimentano la necessità di conoscere la convenienza economica degli investimenti, principalmente sugli immobili: il tema della stima del valore dell'immobile in cui si esercita l'attività alberghiera diviene pertanto cruciale, soprattutto in relazione agli interventi periodici necessari affinché il bene immobiliare «albergo» consenta di accrescere il valore dell'impresa.

Non solo, in una fase di mercato in cui gli investitori immobiliari, spinti dalla disponibilità di denaro sul mercato, si stanno orientando verso tipologie di immobili che offrono maggiori rendimenti, con volumi di investimento in crescita, diventa sempre più rilevante una corretta valutazione del valore del bene, evitando stime irrealistiche che alimentino errate aspettative nei venditori.

In tale contesto, questo libro muove principalmente dall'esigenza di razionalizzare gli aspetti legati a un tema dibattuto nelle pratiche valutative, avente per oggetto l'«albergo». Dalle evidenze provenienti dal mercato, infatti, emerge che spesso – anche nella prassi professionale – non vi è chiarezza nelle modalità di determinazione del valore del bene, o dei beni, oggetto di valutazione. Tale scarsa chiarezza si riflette anche nell'attività d'impresa esercitata dagli imprenditori alberghieri italiani, che sovente tendono a separare l'immobile e l'azienda, anche con finalità di stima del valore dei beni facenti parte del patrimonio aziendale. In tale direzione, il volume fornisce un contributo metodologico pratico, sia nell'illustrazione delle tecniche valutative più diffuse, sia nella loro applicazione nel rispetto della più accreditata pratica professionale e degli standard valutativi più diffusi.

Il libro è anche frutto di un'attività di ricerca accademica effettuata sulla letteratura specialistica, che risulta quasi esclusivamente di provenienza internazionale – nordamericana in particolare – votata ad approfondire il tema degli investimenti alberghieri. Se confrontato con tale contesto, lo scenario italiano appare piuttosto carente, e di fatto manchevole di aree e strutture di ricerca indirizzate verso tale campo. Questo è un aspetto che il libro – seppur parzialmente – intende colmare, con l'obiettivo di alimentare un filone di ricerca che potrà essere sviluppato nei prossimi anni anche in Italia.

La carenza del mercato italiano si riscontra, inoltre, in relazione alla raccolta, sistematizzazione e interpretazione dei dati derivanti dal mercato immobiliare alberghiero, che sono alla base di un'appropriata e valida attività di valutazione. In tale direzione, è auspicabile che tutti gli attori (università, enti di ricerca, società private, associazioni di categoria, investitori, intermediari immobiliari ecc.) possano cooperare con il fine di rendere strutturati e significativi i dati di mercato, contribuendo alla loro trasparenza e accessibilità.

Idealmente, i destinatari del libro sono sia gli operatori del mercato degli investimenti immobiliari, desiderosi di affacciarsi a una tipologia più specialistica rispetto a quelle tradizionali, sia i proprietari di immo-

bili alberghieri che oggi si interrogano sul futuro delle proprie imprese, completamente diverso solo rispetto a dieci o venti anni fa.

Il tema valutativo è piuttosto rilevante, soprattutto alla luce di quello che sembra emergere come percezione che gli investitori attivi sul mercato italiano hanno degli immobili alberghieri in Italia. A fronte di punte di eccellenza rappresentate da un limitato numero d'impresе alberghiere, si registra, infatti, una generalizzata percezione di immobili non efficienti e generalmente costosi, sia nell'operatività sia nella fruizione per il cliente finale.

Non solo, un'ulteriore classe di destinatari può essere rappresentata dai soggetti finanziatori che intervengono nel processo di finanziamento di tale segmento d'immobili: in particolare, l'adozione di tecniche valutative appropriate, basate su una robusta analisi di mercato e di prodotto, consentiranno di facilitare il processo d'analisi necessario per comprendere la sostenibilità del business alberghiero e, come conseguenza, la sua effettiva finanziabilità.

Infine, il libro è destinato anche agli studenti dei programmi di economia del turismo e di real estate che vogliono comprendere le modalità di stima e di valorizzazione degli immobili alberghieri, fondamentali all'interno dell'intera filiera turistica.

Il libro non ha la pretesa di coprire l'intero e vasto settore della ricettività, con tutte le problematiche gestionali connesse, ma si focalizza principalmente sulla stima del valore di mercato e di investimento degli immobili alberghieri; per tale ragione, necessariamente, presenta anche un focus sull'azienda alberghiera stessa e sulle metriche di misurazione delle performance gestionali. Sebbene vi siano tecniche mutuare dal più ampio filone di studi della valutazione immobiliare, esso stesso derivato dalla valutazione d'azienda, ci si sofferma comunque anche su tematiche legate all'attività alberghiera, dal momento che, trattandosi di *trade-related property* – come si vedrà durante la trattazione –, il confine tra i driver di valore dell'utilizzatore (il gestore alberghiero) e del bene immobile è molto labile. In questa prospettiva, ci si allontana da metriche di valore legate alla dimensione fisica, quali il numero di camere, ma ci si avvicina a dinamiche di valutazione economica, senza però perdere il contatto con i fattori sottostanti, cioè il servizio di ospitalità prodotto dall'«azienda immobile alberghiero».

L'esperienza, accademica e professionale, degli Autori guiderà il lettore nel distinguere quanto suggerito dalla teoria e quanto necessario o possibile svolgere, con un costante parallelo tra teoria e prassi.

Il contributo che si è voluto dare riguarda la possibilità di avere, in un unico testo, i temi fondamentali utili ad analizzare l'investimento immobiliare alberghiero, procedendo con la disamina di aspetti diversi, ma collegati tra loro, necessari alla comprensione ed esecuzione di investimenti in questo segmento. Diversamente da altre tipologie di immobili, la gestione alberghiera operativa assume un ruolo primario in tale contesto, poiché, più di ogni altro immobile commerciale, l'albergo deriva il proprio valore e la propria funzione nell'esercizio dell'attività d'impresa.

La struttura dei contenuti, pertanto, rispecchia tale articolazione, dedicando spazio a temi tipicamente immobiliari, cui sono associati approfondimenti provenienti dal management delle imprese e dall'economia aziendale.

Il Capitolo 1 presenta una visione d'insieme sul tema degli investimenti immobiliari nel comparto ricettivo e alberghiero, tenendo conto degli elementi che compongono l'investimento nell'immobile ricettivo e delle condizioni e circostanze che si manifestano nel mercato, al fine di mettere in evidenza i fattori che possono influenzare a diverso titolo il processo d'investimento.

Il Capitolo 2 analizza le peculiarità architettoniche e progettuali dell'immobile alberghiero, evidenziando le principali differenze rispetto agli altri immobili di tipo commerciale. Inoltre, si illustrano le strategie di pianificazione delle funzioni e di allocazione degli spazi, chiarendo quali sono i fattori che maggiormente influenzano tali scelte e fornendo anche una panoramica sulle recenti tendenze nella progettazione.

Il Capitolo 3 definisce e qualifica la natura dei diritti che si formano sull'immobile alberghiero nell'ambito delle possibili relazioni instaurabili tra gli attori del mercato, tenendo conto delle molteplici strutture di proprietà (cosiddette *ownership structure*) aventi oggetto l'immobile alberghiero stesso e l'esercizio dell'attività d'impresa alberghiera. Inoltre, si descrivono le principali formule contrattuali, qualificandone i principali attributi e caratteristiche attraverso un'analisi sinottica comparativa.

Il Capitolo 4 identifica e qualifica gli ambiti d'indagine più rilevanti nell'analisi di un investimento immobiliare alberghiero, investigandone in particolare la fattibilità di prodotto e di mercato: il focus è indirizzato sia sugli immobili alberghieri già operativi, sia su quelli di futura realizzazione. Inoltre, si analizza la strategia dell'investimento per delineare le differenti opzioni di valorizzazione dell'immobile in funzione delle specifiche condizioni di mercato e delle diverse prospet-

tive del soggetto investitore. L'approfondimento sulla strategia, disponibile tra i materiali integrativi online, viene completato esaminando le differenti forme adottabili per l'uscita dall'investimento immobiliare alberghiero.

Il Capitolo 5 illustra le metodologie e le pratiche contabili delle imprese alberghiere associabili all'analisi dell'investimento alberghiero. Successivamente a un inquadramento generale della contabilità alberghiera, di natura civilistica e gestionale, il capitolo identifica le principali pratiche internazionali adottate per la redazione del bilancio dell'impresa alberghiera, in particolare lo standard USALI, focalizzando l'attenzione sulla produzione del reddito d'impresa e sulla composizione del conto economico gestionale dell'albergo. Tale analisi costituisce il punto di partenza per la composizione del reddito d'impresa, da cui deriveranno le successive attività di analisi dell'investimento alberghiero.

Il Capitolo 6 descrive le principali metodologie adottabili nel processo di valutazione degli immobili alberghieri ai fini della determinazione del Valore di Mercato. L'analisi si concentrerà sulla natura specialistica degli immobili alberghieri, tenendo conto della natura eminentemente strumentale dell'immobile nell'esercizio dell'attività economica dell'impresa alberghiera. Dopo un breve inquadramento dell'attività di valutazione applicabile agli immobili alberghieri, si delineano le principali metodologie di valutazione, analizzando gli elementi teorici e pratici più rilevanti di ciascun criterio, evidenziandone per ciascuno i punti di forza e di criticità, anche sull'effettiva applicabilità nel mercato italiano. Infine, si affronta la tematica – centrale nella valutazione attraverso la metodologia economica – della stima dei tassi di rendimento, anche mediante un approfondimento disponibile tra i materiali integrativi online a corredo del volume.

Il Capitolo 7 illustra la modalità di analisi degli investimenti alberghieri nella prospettiva di un investitore, cioè nell'ottica individuale di un soggetto specifico e determinato, con l'obiettivo di identificare il valore del bene in funzione della sua specifica utilità. Si presentano i criteri di valutazione più comunemente utilizzati per misurare la creazione di valore e il ritorno degli investimenti e si procede con la stima dei flussi di cassa ai diversi livelli, partendo dal flusso generato dall'immobile alberghiero per arrivare al flusso di cassa libero per l'azionista al netto degli impatti fiscali, dopo aver approfondito gli effetti del finanziamento con capitale di debito.

Nel Capitolo 8 si affrontano diversi casi valutativi aventi oggetto immobili alberghieri la cui tipologia di prodotto, il tipo di diritti sull'immobile, l'estrazione dei soggetti investitori e operatori consente di riprodurre uno spettro sufficientemente ampio di indagine, con l'obiettivo di applicare, in particolare, i criteri valutativi esaminati nel Capitolo 6 e l'analisi d'investimento presentata nel Capitolo 7. In particolare, si rappresentano quattro casi di stima del valore di mercato: i) di un albergo *trophy asset* con contratto HMA, ii) di un albergo *upscale* con contratto di locazione (disponibile tra i materiali integrativi online), iii) di un albergo *upscale* con contratto HMA, iv) di un'azienda condotta con contratto di affitto in un albergo *midscale* e, infine, la valutazione d'investimento v) di un progetto di sviluppo alberghiero *midscale* con contratto di franchising.

I casi presentati, pur adattati da fattispecie reali o verosimili, sono presentati in forma esemplificata e con un taglio didattico che consenta di riflettere sull'identificazione delle principali problematiche valutative e aiuti il lettore nell'apprendere come realizzare autonomamente i propri modelli di analisi. Ovviamente, i casi presentati non esauriscono l'intero spettro di potenziali fattispecie, ancorché rappresentino un campione che, con i dovuti accorgimenti, può essere applicato a una gamma piuttosto ampia di casistiche.

In alcuni capitoli sono presenti anche interviste a operatori del settore, utili a fornire un'immediata contestualizzazione – dalla viva voce dei protagonisti – dei temi trattati, per meglio comprendere le tendenze, le dinamiche e le metriche utilizzate nel comparto immobiliare alberghiero.

A complemento del libro, si aggiunge un sito internet di riferimento (www.morri-trimarchi.it) che costituisce un supporto con:

- approfondimenti su tematiche specifiche;
- bibliografia interattiva con possibilità – in alcuni casi – di consultare direttamente gli studi citati mediante i collegamenti ai documenti originali;
- modelli su foglio di calcolo elettronico con gli esempi di valutazione per un migliore approfondimento e un immediato utilizzo a fini didattici;
- link ai siti citati nel libro e ad altri di interesse su argomenti correlati;
- presentazioni con slide per ripercorrere i temi affrontati in ogni capitolo, che consentono al lettore di avere una sintesi di quanto trattato e rappresentano per i docenti un utile strumento didattico.

Ringraziamenti

Un caloroso ringraziamento va a coloro che, a diverso titolo, hanno contribuito alla realizzazione di questo volume.

Agli autori di alcune parti specifiche: Massimo Roj, fondatore di Progetto CMR, autore del Capitolo 2; Massimiliano Macaione, partner dello Studio Legale internazionale Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners e responsabile del settore hospitality, autore del Capitolo 3; Ezio Poinelli, Senior Director Sud Europa e fondatore dell'ufficio HVS in Italia, autore del caso di valutazione del paragrafo 8.2.

Agli operatori di mercato che si sono resi disponibili per le interviste: Jean Claude Ghiotti, Presidente B&B Hotels Italia S.p.A., e Chema Basterrechea, Chief Operating Officer Radisson Hotel Group Inc. (operatori alberghieri); Giampiero Schiavo, Amministratore Delegato Castello SGR S.p.A., e Leonardo Stassi, Head of Hotel Real Estate Bayview Italia (investitori immobiliari); Antonio Mazza, General Manager Hub Italy, Areal Bank, e Francesco Mascaro, Coordinatore Desk Hospitality, Intesa San Paolo S.p.A. (finanziatori operanti anche nel settore alberghiero).

A Federico Colantoni, per il prezioso supporto operativo e il continuo lavoro di revisione delle bozze, e a Paolo Benedetto, per gli utili e preziosi momenti di confronto.

Inoltre, un ringraziamento speciale va a tutti gli studenti del Master in Economia del Turismo e ai professionisti partecipanti ai corsi SDA Bocconi School of Management, che per tanti anni ci hanno posto interessanti e sfidanti domande che sono state uno stimolo alla realizzazione di questo lavoro.

Ovviamente ogni eventuale errore o imprecisione rimane esclusivamente responsabilità degli Autori.

1 Immobili ricettivi in una prospettiva economica

In questo capitolo si intende fornire una visione di insieme sul tema degli investimenti immobiliari nel comparto ricettivo e alberghiero. I principali temi trattati riguardano gli elementi che compongono l'investimento nell'immobile ricettivo, tenendo conto della prospettiva – affermata sia nella letteratura specialistica sia nella prassi professionale – adottabile dai soggetti che programmano e realizzano tale categoria di investimento. Particolare rilievo è attribuito alle condizioni e circostanze che si manifestano nel mercato, al fine di mettere in evidenza i fattori che possono influenzare a diverso titolo il processo di investimento. Viene inoltre elaborato un modello di riferimento per il processo di investimento immobiliare ricettivo. Data la complessità e la molteplicità dei punti di osservazione da cui tale classe di immobile può essere analizzata, si è proceduto a qualificare gli elementi più peculiari di questa categoria di asset immobiliari, cercando di evidenziare maggiormente le qualità e le caratteristiche che assimilano tale immobile alla categoria dei cosiddetti immobili Commerciali Attività¹. Definiti *trade related property*², essi presentano alcune caratteristiche analoghe agli altri immobili Commerciali Fungibili, ma si differenziano per il fatto che il prezzo per l'uso

¹ Il riferimento si trova nella classificazione proposta in Morri, Benedetto (2017). Si veda in particolare il Capitolo 1 e il paragrafo 4.1 e seguenti.

² Ci si riferisce alla definizione fornita da RICS (2017), «qualsiasi tipo di proprietà destinata a uno specifico tipo d'azienda, dove il valore della proprietà riflette il potenziale commerciale di tale azienda». Si veda anche, all'interno di RICS (2017), «VPGA 4 – Valutazione di singole proprietà adibite ad attività commerciale» e il paragrafo 6.1 del presente testo.

dello spazio dipende direttamente dall'attività svolta all'interno degli stessi immobili. Tale aspetto, è bene sottolinearlo sin d'ora, rappresenta forse la caratteristica essenziale dell'immobile ricettivo, in particolare modo per l'unicità dell'attività d'impresa che, attraverso di esso, viene esercitata.

1.1 L'albergo come immobile commerciale atipico

La qualificazione dell'immobile commerciale ricettivo attraverso una caratterizzazione più ampia possibile deve partire dalla rappresentazione dei connotati fisici dell'immobile, anche nell'immagine che tipicamente se ne ha dall'esperienza vissuta quali utilizzatori finali di servizi di ricettività. Tale rappresentazione include, in forme molto eterogenee, immobili estremamente differenti tra loro, per localizzazione, dimensioni, epoca di costruzione, materiali e tecniche costruttive, appartenenza a un determinato contesto territoriale e urbano, percezione e valenza estetiche. In tale eterogeneità si ravvisano tuttavia una serie di caratteri fondanti dell'immobile che rendono tale asset class peculiare e in parte atipica rispetto alle altre categorie di immobili commerciali. Tali caratteri possono essere identificati in:

- elevata intensità di servizio;
- allocazione funzionale degli spazi;
- limitata convertibilità ad altri usi;
- utilizzazione differenziata tra il *tenant*³ e gli utilizzatori finali;
- elevata specializzazione.

1.1.1 *Elevata intensità di servizio*

Il primo aspetto pertiene la natura dell'immobile alberghiero, fortemente caratterizzata dalla presenza e dalla fruizione di servizio, qui inteso quale «servizio» prodotto ed erogato dall'attività d'impresa alberghiera. Tale natura si riconosce solo in tale categoria d'immobile, rendendo l'albergo indissolubilmente legato all'azienda e all'attività d'impresa,

³ *Tenant*: conduttore, locatario o affittuario.

piuttosto che alla pura e semplice componente immobiliare. L'immobile alberghiero in tal senso si differenzia dalle altre classi, ove l'intensità di servizio risulta limitata o assente (si pensi a un immobile a uso uffici, ove la componente di servizio potrebbe limitarsi a un servizio di accoglienza e portierato, oppure a un edificio adibito a parcheggio, ove l'accesso è automatizzato e la componente di servizio per la fruizione degli spazi è completamente assente). Da questo punto di vista, potrebbe dirsi che l'immobile alberghiero è *service-intensive*, assimilabile più a un *operating business*, piuttosto che qualificato soltanto dalla mera fisicità dell'edificio con proprie caratteristiche e peculiarità.

1.1.2 *Allocazione funzionale degli spazi*

Il secondo aspetto riguarda la composizione funzionale degli spazi interni – tipicamente suddivisi tra spazi aperti al pubblico e spazi riservati al personale – i quali sono pianificati per erogare una specifica componente del servizio di ricettività e accoglienza verso l'utilizzatore finale. Tutte le aree dell'immobile dedicate alla fruizione di uno specifico servizio, quali le aree comuni degli ingressi, della lobby, delle sale per riunioni e convegni, del ristorante, unitamente agli spazi a fruizione individuale come le singole camere, sono accoppiati a spazi interni di utilizzo esclusivo del personale preposto alla produzione ed erogazione dei servizi di ricettività. Tale articolazione – definita dalla separazione tra *front of house* e *back of house* – si riscontra esclusivamente in tale classe di immobili, sebbene possa essere ravvisata per alcuni aspetti in categorie attigue (si pensi alle residenze sanitarie, oppure agli studentati).

1.1.3 *Limitata convertibilità in altri usi*

Il terzo aspetto pertiene la limitata convertibilità d'uso che tale classe di immobile presenta, ovvero la scarsa capacità di trasformazione verso altri format immobiliari – sia commerciali che di altro tipo – se non a fronte di rilevanti interventi strutturali, sino alla completa demolizione e ricostruzione (si immagini per esempio un villaggio turistico ubicato in prossimità di aree balneabili). Tale rigidità si riscontra sia in immobili moderni, appartenenti a epoche costruttive più recenti, sia negli immobili storici, ove i canoni di progettazione hanno dato vita a fabbricati ricettivi aventi caratteristiche fisiche e di utilizzo degli spazi coerenti

con il tipo di utilizzatore finale dell'epoca (si immaginino i cosiddetti «grandi alberghi», ubicati in destinazioni sia cittadine sia turistiche, costruiti alla fine del XIX secolo e adatti a ospitare la nobiltà dell'epoca)⁴.

Viceversa, risulta più praticabile la conversione di immobili appartenenti ad altre categorie urbanistiche verso la categoria ricettiva, in particolare modo per la realizzazione di prodotti immobiliari standardizzati. Per esempio, un immobile a destinazione direzionale, utilizzato per uffici e avente una pianta regolare, si può prestare agilmente a una conversione d'uso ricettivo, date le sue caratteristiche fisiche, la precedente allocazione degli spazi e la sua ubicazione.

1.1.4 *Utilizzazione differenziata*

Il quarto aspetto concerne le modalità di fruizione dell'immobile da parte degli utilizzatori finali da un lato, e le modalità di utilizzo dell'immobile da parte del soggetto economico deputato a produrre ed erogare i servizi di ospitalità, dall'altro. Nel caso degli alberghi, infatti, lo spazio è al tempo stesso un «bene di consumo finale», come il residenziale, per il cliente, mentre rappresenta una «materia prima» per svolgere l'attività d'impresa per il gestore. Tale duplice caratterizzazione di utilizzo «diretto» e «indiretto» si presenta solo in specifiche classi di immobili commerciali, intesi qui come appartenenti alle classi del CRE (Commercial Real Estate)⁵, ovvero immobili oggetto di investimento ricadenti nelle classi tipiche degli uffici, degli immobili destinati al commercio, industriali e logistici. Tale distinzione risulta fondamentale per comprendere il ruolo spiccatamente strumentale del fabbricato ricettivo nell'ambito dell'attività d'impresa alberghiera, e costituisce il punto di partenza da cui, trattando gli aspetti gestionali dell'albergo, sarà necessario identificare le modalità di generazione dei flussi di cassa prodotti dall'impresa e riconducibili ai differenti soggetti coinvolti nell'investimento immobiliare alberghiero.

⁴ Alcuni esempi di tali immobili alberghieri sono rappresentati dal Grand Hotel di San Pellegrino Terme e dall'Hotel Des Bains del Lido di Venezia.

⁵ Per una definizione puntuale di CRE si faccia riferimento a Morri, Benedetto (2017).

1.1.5 *Elevata specializzazione*

Infine, da una prospettiva di mercato, tale classe di immobili è spesso percepita come specialistica e sovente più rischiosa, a parità di rendimento, rispetto a categorie più tradizionali di investimento immobiliare, con il risultato che spesso – anche per la limitata esperienza e conoscenza sulla natura e composizione di tali investimenti – la classe degli immobili ricettivi è considerata come residuale rispetto all’universo delle categorie CRE⁶. Accade pertanto che l’allocazione di tipologie di prodotti immobiliari di investimento all’interno di portafogli di immobili possa prevedere una limitata presenza di immobili ricettivi, a fronte di prodotti considerati più tradizionali e con profili di rischio più ridotti.

Inoltre, l’elevata specializzazione ha reso più netta la distinzione tra la componente puramente immobiliare e quella d’impresa, con il risultato che, nel corso dell’evoluzione dei modelli gestionali associabili all’immobile ricettivo, si sia manifestata una progressiva separazione tra i soggetti specializzati nella gestione delle operazioni ricettive, e quelli che risultano esclusivamente proprietari dell’immobile, ma che non partecipano alla gestione alberghiera degli stessi⁷.

Tali aspetti peculiari determinano una serie di vincoli che si riflettono sia sulla diffusione dell’immobile ricettivo e alberghiero quale prodotto di investimento immobiliare, sia, e soprattutto, sul livello di liquidità associabile a tale asset class. Tali aspetti saranno approfonditi nei capitoli

⁶ Sebbene tale argomento non sia investigabile in modo assoluto, ma debba essere ricondotto a mercati immobiliari specifici, determinati sia geograficamente che contestualizzati in un particolare momento storico e di ciclo di mercato, i risultati provenienti dalla ricerca specialistica tendono sostanzialmente a confermare la limitata diffusione degli immobili alberghieri nell’ambito della composizione dei portafogli immobiliari. Per il mercato americano si veda Hess, Robert C. *et al.* (2001).

⁷ Tale fenomeno, affermatosi nel settore alberghiero americano durante il corso degli anni 1960-1990, si è manifestato progressivamente anche in altri mercati evoluti come l’Europa e l’Asia. Da principio, la separazione tra proprietà immobiliare e gestione alberghiera ha avuto luogo per consentire una diffusione più rapida dei marchi delle principali catene alberghiere americane, permettendo un’espansione sia nazionale sia internazionale. Ulteriori motivazioni risiedono nella maggiore capacità delle imprese oggetto di spin-off di accedere al mercato dei capitali e, in generale, in una migliore distribuzione del rischio associato a business contigui ma differenti, come per esempio il gaming e la gestione alberghiera. Per un approfondimento su tale argomento si veda Canina, Klein (1998).

seguenti, tuttavia al momento è rilevante sottolineare come tali fattori di diversità contribuiscano a rendere tale investimento adatto a investitori più sofisticati ed evoluti, influenzando la capacità degli stessi di essere adottati quale categoria core all'interno di portafogli immobiliari e di investimento⁸.

1.2 Investimento immobiliare ricettivo: la prospettiva di mercato

La realizzazione di un investimento immobiliare ricettivo comporta il coinvolgimento di una serie di soggetti, presenti a diverso titolo nel processo di valorizzazione dell'immobile, che agiscono con finalità, aspettative e ruoli specifici nell'esecuzione di specifiche attività. L'investimento nell'immobile ricettivo assume pertanto una serie di connotazioni e peculiarità differenti, riconducibili ad alcuni fattori fondamentali che è necessario inquadrare come elementi tipici di mercato, e dalla cui analisi e dinamiche derivano alcune fondamentali considerazioni sulla natura dell'investimento.

1.2.1 Attori del mercato

Sebbene configurabile attraverso una molteplicità di interazioni e ruoli, il processo di investimento in un immobile ricettivo rileva la presenza tipica di determinate categorie di soggetti⁹, senza il cui intervento la realizzazione del processo non accade, oppure risulta fortemente limitata. Tali attori ricadono nelle seguenti categorie:

- proprietario o investitore (*owner o investor*);
- sviluppatore (*developer*);

⁸ La capacità degli investimenti in immobili e nel capitale di imprese alberghiere di far parte di strategie core di investimento è stata analizzata da Corgel, De Roos (1997). La ricerca pone in evidenza come per alcune caratteristiche, quali la volatilità e la bassa correlazione con altre asset class, tale categoria rappresenti una classe che si adatta sia a strategie di diversificazione di investimento sia di ricerca di elevati rendimenti, ponendola a pieno titolo tra gli asset core di portafogli di investimento.

⁹ Un interessante studio sulle differenti tipologie di proprietari di asset alberghieri e sull'adozione di strategie aziendali, che si riflettono sulle performance tipiche dell'unità alberghiera, si può trovare in Xiao *et al.* (2012).

- finanziatore (*lender*);
- gestore o operatore (*operator*).

1.2.2 *Proprietario o investitore*

Il proprietario o investitore è colui il quale possiede l'immobile o il suolo con potenzialità edificatoria. Questa categoria può essere distinta tra proprietari diretti e proprietari indiretti, distinguendo nel primo caso i soggetti che possiedono in maniera diretta l'immobile, dai soggetti appartenenti alla seconda categoria che utilizzano veicoli societari e giuridici terzi, questi ultimi detentori diretti dei beni immobiliari. Tipicamente, tali soggetti apportano il capitale di rischio nell'investimento, sotto forma sia immobiliare sia finanziaria, e vengono remunerati attraverso il profitto d'impresa.

1.2.3 *Sviluppatore*

Lo sviluppatore è rappresentato dal soggetto imprenditoriale che interviene mediante opere di costruzione e qualificazione immobiliare, assumendo un ruolo sia di semplice appaltatore di opere edili, sia anche quello di proprietario – anche temporaneo – dell'immobile o del terreno. Tale categoria richiede una struttura d'impresa e un know-how specialistico necessari all'intero processo di valorizzazione dell'investimento.

1.2.4 *Finanziatore a titolo di debito*

Il finanziatore a titolo di debito è una banca o altro istituto preposto all'erogazione del credito, il quale apporta il capitale complementare all'equity necessario al processo di investimento. Questa categoria è remunerata attraverso gli interessi sui capitali erogati e tipicamente può finanziare l'investimento immobiliare ricettivo mediante differenti tipologie di finanziamento, coerenti con le differenti fasi di realizzazione dell'investimento stesso.

1.2.5 *Gestore o operatore*

Il gestore o operatore (sovente qualificato attraverso un marchio commerciale riconosciuto) è rappresentato dal soggetto specializzato nella

gestione delle operazioni ricettive e vanta un know-how specialistico spesso organizzato in forma d'impresa. Nelle differenti forme relazionali che tale soggetto stabilisce con gli altri attori del processo, risiedono sia l'articolazione delle tipologie contrattuali adottabili per esercitare l'impresa alberghiera e le sue operazioni, sia anche il bilanciamento dei rapporti tra il proprietario e il gestore medesimo.

Ciascuno dei soggetti identificati interviene in uno specifico ambito del processo di creazione del valore associato all'immobile ricettivo, partecipando in modo temporaneo o continuativo all'iter di realizzazione dell'investimento.

1.2.6 *Il ciclo immobiliare ricettivo e alberghiero*

L'attività d'impresa esercitata negli immobili ricettivi ha una forte connotazione di volatilità¹⁰, ovvero si manifesta in modo ciclico su intervalli di tempo più o meno lunghi, attraverso una variazione continua dei risultati dell'attività medesima. In tal senso, gli indicatori più rilevanti, quali il fatturato complessivo, quello rapportato al numero di camere dell'albergo, e gli indicatori tipici delle performance alberghiere, cioè l'Occupancy e l'Average Daily Rate¹¹ delle camere, sono oggetto di elevata variabilità, sia nel corso di intervalli brevi di tempo – un giorno o una settimana – sia durante periodi di tempo maggiori. Tale spiccata variabilità è principalmente legata all'andamento complessivo delle variabili macroeconomiche¹², alle quali si associano fattori contingenti sia al luogo in cui l'impresa opera, sia a particolari intervalli temporali.

¹⁰ In essenza, la volatilità del business alberghiero risiede nella modalità di «vendita» dello *spazio* dell'immobile alberghiero. In tal senso, si tratta di una vendita che configura la locazione temporanea – addirittura di un solo giorno – di uno specifico spazio dell'immobile rappresentato dalla singola camera alberghiera.

¹¹ Con i termini tecnici di Occupancy e Average Daily Rate si intendono le principali metriche di misurazione dei risultati della gestione operativa alberghiera. L'Occupancy, cioè il tasso di occupazione, indica il rapporto – su base temporale – tra le camere occupate e il numero totale di camere disponibili dell'albergo. L'Average Daily Rate, ovvero il ricavo medio giornaliero derivante dalla vendita delle camere, indica il rapporto tra i ricavi complessivi derivanti dalla vendita delle camere e il numero di camere vendute.

¹² Sul tema dei fattori macroeconomici influenzanti il settore alberghiero si veda Dev, Hubbard (1989).

L'esistenza di un ciclo ricettivo deve essere pertanto analizzata in congiunzione ai cicli economici generali, ma anche in relazione alla ciclicità caratteristica del mercato immobiliare nel suo complesso¹³.

La ciclicità del mercato alberghiero si manifesta mediante due fenomeni principali. Essa risiede innanzitutto nell'andamento della domanda di servizi di ricettività, la quale è positivamente correlata con l'andamento dell'attività economica generale. Tale aspetto determina che, all'incremento dei fattori di crescita economica, corrisponda un incremento della domanda alberghiera, indirizzata verso specifici mercati.

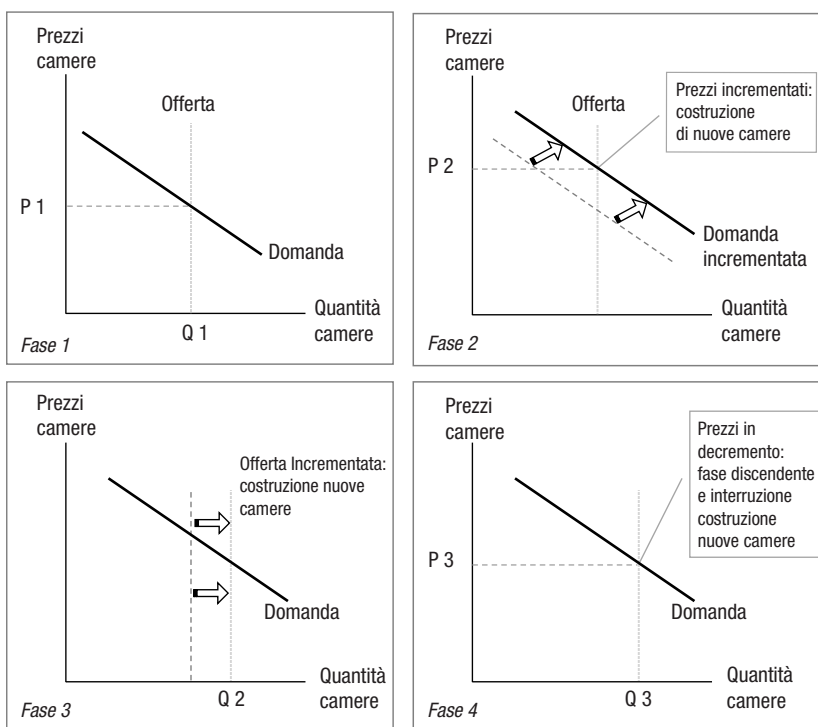
Correlato e susseguente a questo, l'altro fattore consiste nell'andamento dell'offerta di ricettività che – sebbene con degli intervalli di tempo più lunghi – segue l'andamento della domanda¹⁴.

Tale condizione comporta che, all'incremento della domanda alberghiera, si manifesti un progressivo incremento dell'offerta alberghiera, mediante la costruzione di nuovi immobili ricettivi che possano soddisfare l'aumentata domanda. Queste dinamiche di ciclicità si riflettono sull'andamento delle performance dei mercati alberghieri, costituendo un ciclo piuttosto regolare e positivamente correlato al ciclo di domanda-offerta. I grafici riportati in Figura 1.1 rappresentano tali dinamiche. Nello specifico, l'incremento della domanda alberghiera, proprio per un'immediata impossibilità di soddisfacimento di questo incremento attraverso un'offerta maggiore, innesca una fase ascendente del ciclo. In tale fase, l'occupazione – il primo indicatore di performance dell'attività alberghiera – tende a crescere (Fase 1). La crescita dell'occupazione, a sua volta, produce un incremento dei prezzi e dei ricavi medi per camera occupata, spingendo verso l'alto il secondo indicatore di performance, il ricavo medio per camera (Fase 2).

¹³ È utile sottolineare come, per un approfondimento su tali aspetti, si debba necessariamente ricondurre l'indagine verso mercati geografici specifici. Nel mercato più evoluto – quello statunitense – differenti filoni di indagine hanno condotto ricerche su tale argomento, supportati dalla disponibilità di serie macroeconomiche sufficientemente lunghe da produrre un'evidenza statistica e condurre alla rappresentazione di risultati. Wheaton e Rossoff hanno condotto un'analisi su alcune serie storiche relative al settore alberghiero americano nell'arco temporale 1969-1994, al fine di correlare statisticamente alcuni indicatori di performance del settore alle variabili macroeconomiche generali. Si veda Wheaton, Rossoff (1998).

¹⁴ Per un'analisi descrittiva puntuale delle dinamiche dei cicli alberghieri si veda Corgel (2004).

Figura 1.1 Il ciclo immobiliare alberghiero: rappresentazione grafica



A questo punto, il generale incremento delle performance alberghiere rende attraente la fattibilità di nuove unità ricettive, con la conseguente costruzione di nuovi alberghi e la formazione di pipeline di sviluppo nei singoli mercati alberghieri (Fase 3). La realizzazione di nuova offerta alberghiera genera un incremento delle camere disponibili sul mercato, che tendono ad assorbire l'incremento di domanda manifestatosi nelle fasi precedenti del ciclo. L'assorbimento della nuova offerta produce così un progressivo raffreddamento delle performance per effetto della riduzione dell'occupazione e dei ricavi medi per camera, alimentando una fase discendente del ciclo (Fase 4).

Anticipando alcuni aspetti rilevanti che saranno affrontati nei successivi capitoli, l'andamento ciclico sin qui rappresentato si riflette sui mercati immobiliari ricettivi e alberghieri, contribuendo a creare un anda-

mento caratteristico sia dei volumi degli investimenti alberghieri sia dei valori delle singole transazioni immobiliari alberghiere, che risulteranno correlate anche al ciclo immobiliare qui descritto¹⁵.

1.2.7 *La location*

Fattore fondamentale per la realizzazione dell'investimento immobiliare ricettivo è l'ubicazione, ovvero la location, nella quale l'immobile si trova o sarà destinato a trovarsi. Elemento caratterizzante di tutti gli immobili commerciali e destinati a investimento, l'ubicazione rappresenta per l'immobile ricettivo il principale fattore di successo o di insuccesso, determinando in modo non modificabile l'attrattività generale dell'investimento¹⁶. L'ubicazione di un immobile ricettivo deve essere rappresentata in relazione sia alla destinazione complessiva nella quale l'immobile si trova a operare (cosiddetta macro-location), sia alla propria localizzazione specifica all'interno del contesto territoriale e urbano (cosiddetta micro-location). Dal punto di vista del potenziale investitore, l'identificazione della macro-location rappresenta un criterio fondamentale, attraverso il quale modellare la propria strategia di investimento: qui la destinazione – quale macro-location – è rappresentata da una specifica città (intesa come aggregato urbano) nell'ambito di un paese o regione, considerati attraenti per gli investimenti immobiliari alberghieri.

Data l'eterogeneità dei contesti urbani, ritrovabili in mercati geografici molto diversi¹⁷, le destinazioni considerate principali racchiudono in

¹⁵ In particolare, la teoria prevederebbe che la correlazione tra i valori attribuibili agli immobili alberghieri sia positiva rispetto ai cosiddetti *replacement costs*, ovvero ai costi di ricostruzione dei nuovi alberghi: in fase crescente, il valore degli immobili aumenterebbe, rendendo conveniente la costruzione di nuovi alberghi, i cui costi di ricostruzione (*replacement cost*) – ovvero i costi necessari per ricostruire immobili alberghieri omogenei – risulterebbero inferiori ai valori degli immobili, risultando economicamente vantaggioso lo sviluppo di nuove camere. In fase discendente del ciclo, si verificherebbe l'opposto, con la formazione sul mercato di valori degli immobili inferiori ai *replacement cost*, annullando la vantaggiosità di costruire nuovi alberghi. Si veda, in particolare, Rushmore (1997).

¹⁶ Su tale argomento si veda Corgel (2002).

¹⁷ Si pensi al continente nordamericano, ove città come Los Angeles possono estendersi su una superficie molto ampia, raccogliendo milioni di abitanti; o, viceversa, al continente europeo, le cui città possiedono una struttura urbanistica molto differente

sé molteplici mercati e sub-mercati alberghieri, aventi ciascuno caratteristiche e attrattività indipendenti. Sempre in ottica di investimento, a seguito della selezione della macro-location, l'interesse è indirizzato verso quei caratteri univoci che qualificano ambiti territoriali e urbani più ristretti, attraverso l'identificazione della micro-location, ovvero l'ubicazione esatta e specifica in cui l'immobile ricettivo è situato. Anche in questo caso, alcuni criteri consentono di qualificare tale ubicazione, quali la visibilità, l'accessibilità, la prominenza rispetto alle aree circostanti, la tipologia del tessuto urbano che compone l'area circostante l'immobile, la presenza o l'assenza di una serie di servizi che «posizionano» tale area specifica per comparazione ad aree limitrofe e potenzialmente concorrenti, e ulteriori fattori che possono influire sull'effettiva realizzabilità dell'investimento immobiliare.

1.2.8 *I prodotti immobiliari ricettivi*

È rilevante esplicitare come l'evoluzione dell'attività d'impresa alberghiera sia stata connotata nel corso del XX secolo da una continua evoluzione, principalmente alimentata da innovazioni manifestatesi *in primis* negli Stati Uniti e successivamente diffuse in tutti i principali mercati internazionali¹⁸. Da un punto di vista di mercato, l'erogazione dei servizi alberghieri si è progressivamente differenziata, dando luogo a un'articolazione di prodotti ricettivi molto ricca, motivata dalla necessità di soddisfare segmenti di clientela con bisogni, aspettative ed esigenze differenti. Tale processo ha dato vita a una differenziazione delle unità ricettive e conseguente nascita di prodotti con caratteristiche e attributi specifici, riflessi nelle qualità e nei requisiti degli immobili atti a ospitare ciascun prodotto ricettivo. Il risultato di tale processo di differenziazione si è manifestato attraverso l'identificazione di profili di rischio e di rendimento associabili a specifici prodotti ricettivi, verso i quali si sono indirizzate tipologie e categorie differenti di investitori. Tali aspetti saranno trattati con un approfondimento puntuale nel paragrafo 1.4.

e si sviluppano intorno a un nucleo storico molto ristretto, da cui concentricamente si estendono ulteriori aggregati urbani, come per esempio la città di Milano.

¹⁸ Per una completa rappresentazione del settore alberghiero, contestualizzata dal punto di vista storico, e delle dinamiche macro e microeconomiche di tale settore si veda Slattery (2012).

1.3 Logiche di composizione di un investimento immobiliare ricettivo

Dal punto di vista del mercato, i fattori fondamentali che intervengono nel processo di realizzazione dell'investimento alberghiero riguardano pertanto una serie di soggetti coinvolti, attivi in un determinato momento del ciclo immobiliare, avente quale oggetto di interesse uno specifico prodotto immobiliare, ubicato in una determinata location.

Tali fattori possono essere ricondotti a un modello articolato e completo per comporre un percorso omogeneo di analisi dell'investimento. Tale modello prevede l'interazione dei soggetti attivi nel percorso di creazione del valore in precedenza identificati, coinvolti nell'esecuzione di specifiche attività e aventi ruoli e finalità differenti nella composizione dell'investimento.

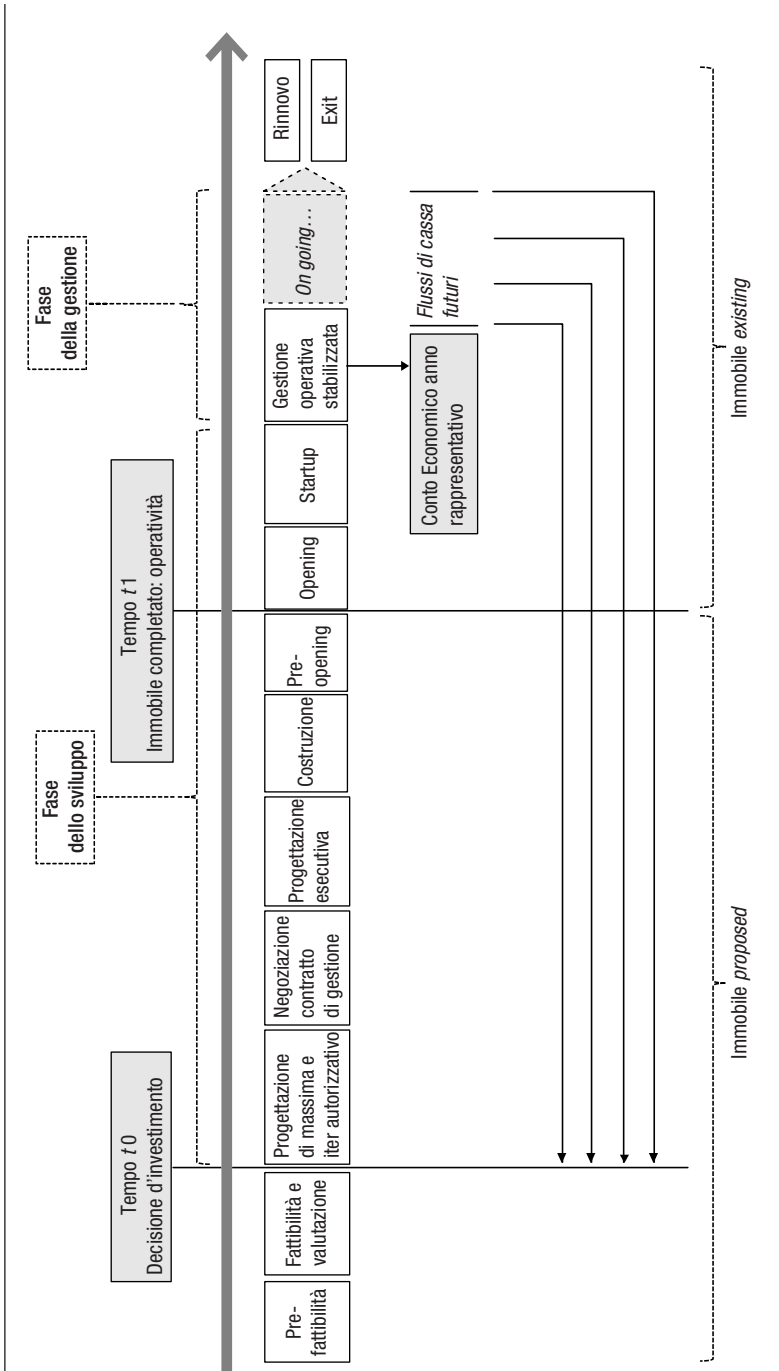
Il processo di investimento, pertanto, si compone di una serie di attività eseguibili direttamente o con il coinvolgimento di uno o più «attori», ciascuno dei quali mira a presidiare una fase specifica del processo di creazione del valore associabile all'immobile ricettivo.

Graficamente, si può rappresentare tale processo mediante il diagramma in Figura 1.2.

Tale diagramma rappresenta un framework ideale attraverso il quale qualificare la composizione degli investimenti immobiliari in campo ricettivo e alberghiero, includendo al proprio interno le attività, le logiche di funzionamento e le relazioni esistenti tra fasi, obiettivi e risultati attesi nel processo di investimento complessivo. È possibile, inoltre, evidenziare come tale framework sia interpretabile attraverso differenti «chiavi di lettura» professionali, ravvisando un'interpretazione di mercato, di prodotto, operativa-gestionale ed economico-finanziaria. Tale schema illustra il percorso di investimento più completo, che prevede la costruzione *ex novo* di un immobile con destinazione urbanistica ricettiva. Tale fattispecie, definita nella letteratura specialistica come *proposed hotel*¹⁹, si

¹⁹ La letteratura specialistica che si è concentrata sul processo di fattibilità alberghiera identifica l'albergo *proposed*, ovvero l'unità ricettiva ancora da realizzarsi, e l'albergo *existing*, cioè già esistente. Tale distinzione è fondamentale e rispecchia le differenti fattispecie che possono verificarsi nell'ambito della realizzazione dell'investimento immobiliare alberghiero. Per un approfondimento su tali argomenti si veda Rushmore, Baum (2001).

Figura 1.2 Il processo di investimento immobiliare alberghiero



distingue dalla fattispecie in cui l'immobile ricettivo è già esistente, ovvero possa essere oggetto di trasformazione e conversione di un immobile, appartenente a categorie attigue, in un altro avente categoria ricettiva.

A fini espositivi si possono individuare undici fasi distinte, nel seguito descritte:

1. *pre-fattibilità*. Nelle fasi iniziali, può essere attivata una fase di verifica preliminare, volta a comprendere se esistono i prerequisiti necessari per un approfondimento strutturato sulla composizione e realizzazione dell'investimento ricettivo. Tale verifica si concentra essenzialmente sulla location, sugli elementi più rappresentativi del mercato ricettivo e alberghiero locale e sulle caratteristiche di massima dell'immobile oggetto di intervento, o su quelle del progetto di sviluppo attuabile;
2. *fattibilità e valutazione*. La fase principale d'indagine e approfondimento prevede un'analisi di fattibilità alberghiera completa, condotta di sovente da soggetti terzi quali società di consulenza specializzate. Essa si focalizza sulla validazione complessiva del progetto, prendendo in esame anche il valore dell'investimento e la conseguente fattibilità economica;
3. *progettazione di massima e iter autorizzativo*. Nel caso di nuova costruzione dell'immobile, la fase di progettazione iniziale contempla la verifica del dimensionamento dell'immobile in funzione della propria volumetria, dell'effettiva destinazione urbanistica secondo le vigenti norme amministrative e del percorso necessario per ottenere tutte le formule autorizzative per la costruzione o trasformazione dell'immobile;
4. *negoiazione del contratto di gestione*. La fase di negoziazione e definizione degli accordi di gestione, che culmina con la stesura e la firma di un contratto di gestione alberghiera²⁰, riguarda l'interazione tra l'operatore prescelto per gestire le operation alberghiere e il proprietario dell'immobile. Tale fase viene idealmente posizionata antecedente alla fase di costruzione dell'immobile. Spesso accade erroneamente che tale fase sia invece rimandata, con possibili complicazioni nell'esecuzione complessiva dell'investimento;

²⁰ Per gli aspetti relativi alla contrattualistica alberghiera si veda il Capitolo 3.

5. *progettazione esecutiva*. Successiva alla fase di progettazione iniziale, la progettazione esecutiva recepisce le necessità dell'operatore alberghiero, contribuendo a creare il prodotto immobiliare ricettivo e alberghiero in funzione delle fasi precedenti. La progettazione esecutiva esplicita nel dettaglio tutte le funzioni dello spazio allocabile del progetto ricettivo, tratteggiate in maniera sintetica nella fase di progettazione di massima;
6. *costruzione*. Nel caso di nuova costruzione dell'immobile, tale fase vede la realizzazione del manufatto edilizio secondo le specifiche emerse dalla progettazione esecutiva. In caso di trasformazione o rinnovo immobiliare, tale fase può compiersi in modo parzialmente diverso, ma risulta comunque focalizzata sulle componenti fisiche e materiali dell'investimento immobiliare;
7. *pre-opening*. Al completamento della fase di costruzione dell'immobile, compiuta includendo la realizzazione delle finiture e la dotazione dell'arredo, può seguire una fase di pre-apertura, nella quale l'operatività dell'albergo non è ancora condotta nella sua totalità, ma solo in modo parziale, al fine di regolare in dettaglio la funzionalità delle differenti componenti dei servizi di ospitalità;
8. *opening*. Successivamente alla pre-apertura, al momento in cui le operazioni ricettive entrano a regime e l'attività dell'impresa alberghiera viene esercitata in modo compiuto, la gestione – suggellata con un'apertura totale dell'unità ricettiva – diviene operativa e tende a stabilizzarsi nelle proprie dimensioni e caratteristiche;
9. *startup*. L'attività d'impresa alberghiera necessita di un periodo di assestamento, nel quale si raggiungono le performance più appropriate al tipo d'impresa condotta. Tipicamente la fase di startup per le attività alberghiere può variare in un numero di anni compreso tra tre e cinque. Tale periodo varia soprattutto in funzione della tipologia delle operation alberghiere, configurando un periodo più breve per operazioni limited service e periodi più lunghi per le operazioni full service e luxury;
10. *gestione operativa stabilizzata*. Tale fase racchiude, in un periodo di tempo non determinato, la normale operatività dell'attività d'impresa alberghiera, proiettando negli anni futuri l'andamento tipico della gestione. Proprio perché la gestione alberghiera è piuttosto volatile, con risultati economici in aumento e diminuzione, alimentati da una molteplicità di fattori, tale fase rappresenta – in condizioni di stabi-

- lità di mercato – il risultato tipico o «normalizzato» della gestione, rendendo tendenzialmente omogenee le performance gestionali del business alberghiero nel futuro;
11. *fasi successive: rinnovo ed exit dall'investimento.* A seguito del raggiungimento della fase di gestione operativa stabilizzata, possono manifestarsi differenti scenari, legati sia alle condizioni dell'oggetto di investimento, sia alla tipologia del soggetto investitore.

In merito alle condizioni dell'oggetto di investimento, l'investimento alberghiero prevede una serie di attività di rinnovo e aggiornamento che si registrano a seguito dell'obsolescenza del prodotto, necessarie a rendere il prodotto al passo con le esigenze dei mutati bisogni degli utilizzatori. Questa necessità si concretizza con una fase più o meno concentrata di rinnovo, nella quale l'immobile alberghiero può essere riqualificato sia nelle aree comuni sia nelle camere, al fine di renderlo più attraente e funzionale.

In merito alla tipologia del soggetto investitore, l'exit (uscita) dall'investimento dipende dalla strategia²¹. Potranno esservi investitori-sviluppatori che, già al raggiungimento della fase di gestione operativa stabilizzata, sceglieranno di uscire dall'investimento, in coerenza con la propria attività di sviluppatori. Diversamente, investitori-gestori potranno mantenere la proprietà del bene fino al momento del rinnovo, cedendolo a investitori-sviluppatori e iniziando nuovamente il ciclo.

In entrambi i casi, tali fasi possono rappresentare il momento, anche formale, attraverso il quale identificare la fine del ciclo di investimento immobiliare, coincidendo con il termine finale dell'intero periodo di esame e con la valutazione dei risultati ottenuti dall'investimento.

1.4 Classificazione dei prodotti immobiliari ricettivi in ottica di investimento

1.4.1 *Logiche e finalità di classificazione*

Gli immobili ricettivi e alberghieri vanno ricompresi in una serie di categorie di immobili più ampia, associabili alla produzione di servizi nell'ambito dei settori economici del turismo, dell'accoglienza e dell'intrattenimento.

²¹ Tale argomento sarà trattato nel Capitolo 4.

Tali categorie – funzionali all'erogazione di servizi di ospitalità nel senso più ampio – includono tipologie di immobili e di complessi immobiliari molto eterogenee, comprendenti le seguenti classi:

- alberghi di tipo *full service*;
- alberghi di tipo *limited service*;
- strutture extra-alberghiere appartenenti a differenti categorie di ricettività (agriturismo, campeggi, bed and breakfast, case per vacanze ecc.);
- multiproprietà e formule cosiddette «ibride» (*timeshare, vacation ownership, fractional*);
- residence e appartamenti con servizi (*serviced apartment*);
- ristoranti;
- bar ed esercizi commerciali con somministrazione di alimenti e bevande (*licensed leisure*);
- parchi divertimento e a tema;
- case da gioco, casinò;
- centri congressi;
- campi da golf.

Accanto agli immobili tipicamente deputati alla ricettività, possono essere pertanto identificati immobili e complessi immobiliari – composti cioè da strutture immobiliari e altre componenti funzionali a una determinata fruizione (si immagini per esempio un parco divertimenti, ove esistono le cosiddette «attrazioni», realizzate sia sotto forma di macchinari in movimento, sia ambienti indoor e outdoor, solo in parte riconducibili a veri e propri fabbricati) – che a differente titolo contribuiscono a erogare dei servizi di ospitalità e intrattenimento e che, come qualsiasi altra tipologia di investimento, necessitano di essere qualificati e valutati nella propria economicità. Tale classificazione potrebbe essere eventualmente articolata includendo ulteriori categorie, che si situano ai confini di tipologie di infrastrutture per le quali vi è la commistione di funzioni immobiliari differenti, associate in complessi utilizzati dalla medesima classe di clienti e gestiti in modo unitario da un singolo soggetto economico (si pensi, per esempio, a un porto o a una darsena turistica).

1.4.2 *L'albergo come prodotto immobiliare per investimento*

L'ambito descrittivo e di approfondimento dedicato alle categorie di prodotti immobiliari turistici sopra elencati viene ristretto, in questo testo, alle categorie prevalenti e più comunemente diffuse sul mercato degli

investimenti immobiliari. Tale limitazione è motivata dal fatto che lo scopo primario del volume è quello di costituire un valido supporto alle principali categorie di soggetti coinvolti nella valorizzazione degli investimenti ricettivi. Per le altre classi di prodotto immobiliare, più fortemente specializzate, si rimanda alla letteratura accademica e professionale più avanzata. Oltre a tali classi più affermate, l'approfondimento è dedicato ai prodotti immobiliari più innovativi, presenti solo in parte sul mercato italiano, ma diffusi in mercati più evoluti di quello nazionale. Tale inclusione è motivata dall'obiettivo di rendere più comprensibili, e pertanto adottabili, formule che si sono diffuse in modo stabile e continuativo su mercati internazionali e che quindi possono essere validamente trasferite nel mercato domestico italiano.

La classificazione di tali prodotti consente di differenziare i diversi manufatti immobiliari in funzione delle caratteristiche di servizio e di posizionamento di mercato del prodotto ricettivo, tenendo conto di criteri oramai accettati dal mercato²².

Livello di servizio. La classificazione dei prodotti alberghieri rispetta una distinzione fondamentale tra alberghi a servizio completo (cosiddetti *full service*) e alberghi a servizio specifico e limitato (cosiddetti *selected e limited service*). Tale classificazione, di origine americana, è accettata a livello internazionale, al fine di qualificare la tipologia dei servizi offerti dalle operazioni ricettive, consentendo all'utilizzatore dell'albergo di avere un'immediata comprensione del livello di servizio erogato. Tale classificazione è ampliata, verso l'alto e verso il basso, attraverso prodotti e formule di servizio ulteriormente articolabili.

²² La classificazione dei prodotti alberghieri si presta a un'ampia e articolata qualificazione poiché non esiste un unico organismo che individui i criteri e le regole utili alla classificazione. Tale aspetto, associato sia alla componente immobiliare sia a quella di servizio delle imprese alberghiere, si riscontra sia a livello nazionale italiano, ove la legislazione è stata modificata con l'attribuzione del potere normativo alle Regioni, sia a livello internazionale, nel quale gli Stati hanno autonomia nella composizione dei criteri di classificazione. Un apporto significativo proviene sia dalle imprese stesse, che per necessità di marketing, hanno progressivamente contribuito a creare degli standard per il comparto, sia dalle associazioni e dai professional body che nel corso del XX secolo hanno partecipato allo sviluppo di criteri oggettivi e standard di settore utili all'omogeneizzazione dei prodotti alberghieri. Si veda per esempio World Tourism Organization (2015).

Scala di prodotto. Contemporaneamente alla differenziazione basata sul servizio erogato, il mercato ha consentito una progressiva differenziazione di prodotto, principalmente basata sulle caratteristiche fisiche, sui servizi erogabili dall'albergo e sul posizionamento in termini di segmento di clientela servito. Tale processo si è andato consolidando con l'affermazione del modello della catena alberghiera, risalente intorno agli anni Quaranta e Cinquanta²³. In tale modello, l'esigenza di sviluppo su larga scala di prodotti diversificati, ma tendenzialmente standardizzati, ha dato luogo a una differenziazione profonda con la nascita di segmenti e sub-segmenti molto omogenei. In tale direzione, la distinzione fondamentale affermata si riguarda quella tra i prodotti di scala elevata (*upscale*) e quelli di scala media e bassa (*midscale, lowscale*).

Tipologia di prodotto immobiliare alberghiero e ricettivo. A fronte di tale diversificazione creatasi sul mercato dei servizi di ospitalità, i manufatti immobiliari sono stati adattati al fine di comporre un universo di prodotti ricettivi estremamente eterogeneo, in grado di soddisfare – nell'ambito di specifici segmenti di mercato – una domanda di servizi ricettivi complessa e multiforme. Sono nati così modelli di prodotto specializzati, ospitati in differenti tipologie di immobile, predisposti per consentire la produzione ed erogazione di determinati livelli di servizio alberghiero. Sebbene gli immobili alberghieri possano pertanto essere progettati e realizzati lasciando ampio spazio alla creatività di ingegneri e architetti²⁴, l'affermazione sempre più forte di criteri di economicità gestionale, di performance economiche e finanziarie dei progetti di sviluppo immobi-

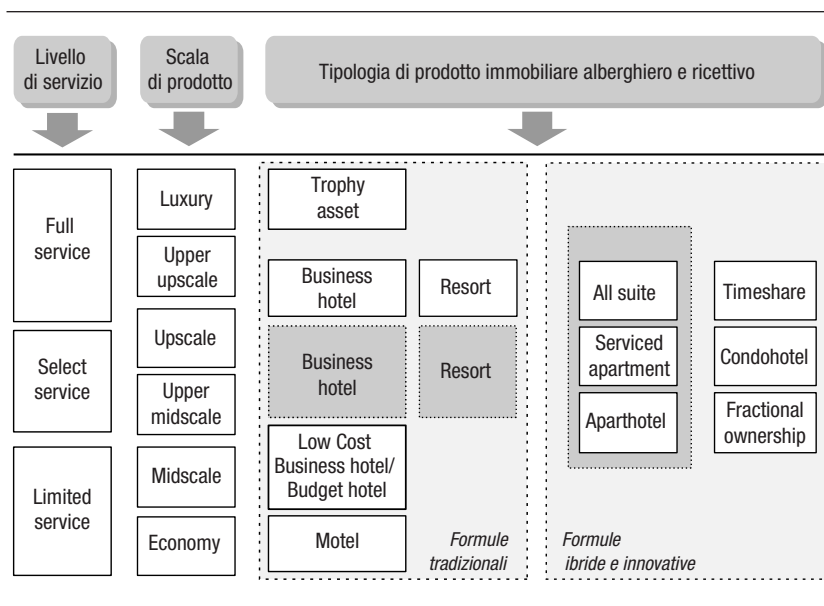
²³ Tale fenomeno è descritto in maniera esaustiva nel testo di Slattery (2012). In particolare, l'autore ha descritto la crescita e lo sviluppo del settore alberghiero, su diversi mercati internazionali, nelle diverse epoche storiche del XX secolo. La diffusione delle catene alberghiere, avvenuta negli Stati Uniti a partire dai primi quarant'anni del XX secolo, si è consolidata nella seconda metà del Novecento sino all'epoca attuale. Si veda il Capitolo 5, «Critical Events and the Hotel Business: 1900-1945», pp. 50 e ss.

²⁴ Si pensi ad alcune creazioni iconiche, oppure ardite, che hanno visto la nascita nel corso del Novecento e del Duemila in tutto il mondo. A titolo esemplificativo, si potrebbe fare riferimento all'Hotel Waldorf Astoria di New York, costruito nel secolo XX, immobile alberghiero che rappresenta l'archetipo dell'albergo di lusso moderno. Oppure, in epoca molto recente, la creazione di un albergo all'interno della torre Burj Khalifa di Dubai, attualmente l'immobile più alto mai costruito, oppure il Sun Cruise Hotel in Corea del Sud, costruito a forma di nave.

liare ricettivo ha dettato i paradigmi di efficienza progettuale, rendendo gli immobili ricettivi omogenei e fortemente uniformi.

In ottica di investimento, appare opportuno rappresentare tali tipologie di prodotto immobiliare alberghiero, identificando le categorie più diffuse sul mercato, associabili alle precedenti categorie di servizio e di scala di prodotto. Possiamo rappresentare tale tassonomia in Figura 1.3.

Figura 1.3 Classificazione dei prodotti immobiliari alberghieri e ricettivi



In questo contesto, l'obiettivo è qualificare le differenti classi di prodotto immobiliare alberghiero associabili a uno specifico livello di servizio e a una determinata scala di prodotto. Vengono pertanto identificati prodotti immobiliari alberghieri «tipo», che possono essere oggetto di investimento, ai quali associare sia modelli gestionali di erogazione di servizio differenziati, ma anche tipologie di rendimento e di rischio specifico per ciascuno dei prodotti immobiliari individuati²⁵. Procedendo a tratteggiare tali tipologie, si possono distinguere due macro-formule di

²⁵ Diversi studi hanno approfondito il tema della segmentazione degli immobili alberghieri cercando di evidenziare correlazioni tra i differenti tipi di prodotto im-

immobili ricettivi tradizionali e ibride o innovative, descritti nei seguenti paragrafi.

1.4.3 *Formule alberghiere tradizionali*

Trophy asset. I cosiddetti *trophy asset* o immobili «trofeo» sono rappresentati da una categoria di immobili alberghieri aventi caratteristiche uniche, sia per architettura e storicità, sia per ubicazione. Tali immobili alberghieri risalgono spesso a epoche precedenti, anche di diversi secoli, e si trovano in location uniche e non ripetibili, soprattutto quando ci si riferisce alle destinazioni europee. Esempi di tali immobili sono i Grand Hotel e i Palais, affermatasi nel XIX secolo in alcune città quali Roma, Parigi, Londra. Data la loro unicità, tali immobili hanno riscontrato, nel corso degli ultimi cicli immobiliari, una forte richiesta da parte di investitori appartenenti alle categorie dei fondi sovrani. Il posizionamento di tali immobili alberghieri è esclusivamente il segmento del lusso, supportato da brand internazionali adeguati. Esempi di tali immobili in Italia sono rappresentati dall'Hotel Excelsior di Roma e dall'Hotel Danieli di Venezia. Altri esempi a livello internazionale sono l'Hotel de Crillon a Parigi e l'Hotel Raffles a Singapore.

Business hotel. La tipologia *business hotel* presenta caratteristiche tipiche che risiedono nel posizionamento dell'unità alberghiera rispetto a segmenti omogenei di domanda, prevalentemente alimentati da flussi di viaggiatori d'affari e legati al business. Tali immobili alberghieri sono ubicati in location urbane e sub-urbane, possedendo una serie di funzionalità atte a erogare servizi di accoglienza per i business traveller. Caratteristica peculiare è la dimensione, basata su un elevato numero di camere, e di facility adatte alle esigenze di tale classe di utilizzatori. Spesso tali immobili sono associati a spazi per congressi e conferenze anch'essi di rilevante dimensione, inclusi nella struttura principale dell'immobile oppure costruiti separatamente, ma atti a una gestione unitaria. I business hotel ricadono in differenti scale di prodotto, potendo avere un posizionamento sia upscale sia midscale, offrendo servizi differenziati anche in funzione dei diversi mercati geografici a cui appartengono.

mobiliare, le loro caratteristiche, i livelli di performance aggregati e i possibili prezzi o valori di mercato degli immobili. Si veda in particolare Beracha *et al.* (2018).

Esempi di tali immobili si riscontrano diffusamente nelle principali città italiane come Milano e Roma, essendo spesso tali prodotti associati a marchi internazionali quali Marriott, Sheraton e Hilton.

Budget hotel. Gli immobili alberghieri ricadenti in tale categoria riguardano gli alberghi con un posizionamento medio-basso, orientati verso differenti segmenti di clientela, business e leisure, ai quali erogare un numero limitato di servizi. Tali immobili sono caratterizzati da dimensioni limitate, basati su tecniche costruttive spesso meno evolute rispetto ai prodotti immobiliari di livello più elevato. Spesso definiti «alberghi low-cost», per associazione con le compagnie aeree che offrono voli a prezzi convenienti, tali strutture alberghiere si sono diffuse sui mercati in modo eterogeneo, limitate sia dalla presenza di prodotti indifferenziati che offrono tuttavia gli stessi tipi di servizi, sia dalla maggiore o minore capacità di penetrazione di marchi riconosciuti sui differenti mercati alberghieri. Tipicamente ubicati in location secondarie, i budget hotel hanno visto differenti ondate di sviluppo sul mercato statunitense e successivamente sui principali mercati europei, ove – per le peculiarità di questi ultimi – hanno assorbito dei connotati in parte disomogenei rispetto alle formule tipiche affermatesi in America. Esempi di tali immobili in Italia si ritrovano in location primarie e secondarie, rappresentati da marchi come B&B Hotels, Ibis Hotels e Holiday Inn Express.

Motel. Decisamente limitati nei servizi offerti agli utilizzatori, e con connotati fisici del tutto particolari rispetto agli immobili alberghieri delle altre categorie, i motel, o motor-hotel, hanno rappresentato un modello unico di ricettività, basato sull'ubicazione, localizzata lungo le vie principali di traffico motorizzato, e sulle caratteristiche del manufatto immobiliare, costruito a sviluppo orizzontale su ampi lotti di terreno. Anche in tale caso, l'adozione di tale categoria è avvenuta principalmente nel continente nordamericano, grazie agli sviluppi delle Interstate, principali arterie di traffico che connettono i differenti Stati attraversando gli interi Stati Uniti. Nati come motor-inn durante gli anni Sessanta, tali prodotti si sono progressivamente qualificati, anche grazie alla standardizzazione avvenuta mediante l'affermazione di alcuni brand commerciali. Prevalentemente orientati verso diversi segmenti di clientela, che si sposta su veicoli per percorrere lunghe distanze, i motel sono caratterizzati da un limitato sviluppo verticale dell'immobile e da ampi

spazi esterni adibiti a parcheggio, connessi direttamente al corpo destinato alle camere. Esempi di tali immobili in Italia si trovano prevalentemente in ubicazioni secondarie prossime ai caselli autostradali, anche se non esiste un marchio specializzato. Esempi nel mercato americano sono i marchi Motel 6 e Super 8.

Resort. I resort rappresentano una categoria di immobili ricettivi qualificata sia in relazione all'ubicazione, ricadente in location di tipo leisure, sia alle caratteristiche fisiche dell'immobile, poiché connotati da funzionalità e spazi fortemente orientati a servire segmenti di clientela differenziati, in contesti prevalentemente turistici. In tal senso, gli utilizzatori finali di tali immobili tendono a soggiornarvi per periodi più lunghi rispetto alle altre tipologie d'immobile alberghiero, fruendo di una serie di spazi e di servizi sovente non presenti nelle altre categorie alberghiere. L'evoluzione di tale tipo di immobile è stata complessa e spesso riconducibile sia al differente modo d'impiego del tempo libero da parte dei consumatori, sia alla trasformazione dei luoghi deputati alle vacanze in contesti balneari, montani o di altro genere. Si è assistito, infatti, a profonde trasformazioni nel modo di concepire la relazione tra i luoghi deputati allo svago e alla vacanza e il contesto in cui veniva creato lo «spazio protetto» dei resort. Si è così passati da immobili alberghieri orientati a una fruizione di massa verso strutture immobiliari contestualizzate nell'ambiente naturale e rispettose dell'ecosistema nel quale venivano costruite²⁶. Tali prodotti immobiliari sono posizionati sia nelle scale più elevate (luxury, upper upscale), sia in segmenti più bassi, offrendo comunque una serie completa di servizi per il soggiorno degli utilizzatori finali²⁷. Esempi di tali tipi di immobili in Italia sono

²⁶ Un esempio può essere rappresentato dagli immobili costruiti nella prima fase di sviluppo dei mercati leisure, intorno agli anni Sessanta, come per esempio alle Isole Hawaii, nell'Oceano Pacifico, ove il resort spesso era un albergo a sviluppo verticale, molto simile a un business hotel, ubicato in prossimità della spiaggia. Viceversa, con l'aumentare della consapevolezza anche verso i temi ambientali, la nuova generazione dei resort, collocabile temporalmente intorno agli anni Duemila, è stata costruita con un tipico sviluppo orizzontale, su siti di grande dimensione, composta da fabbricati indipendenti integrati nell'ambiente naturale circostante.

²⁷ In tal senso, gli immobili alberghieri della categoria resort comprendono anche i villaggi turistici, sia di livello medio e alto, sia di livello più basso, ma comunque in grado di erogare una serie completa di servizi di accoglienza e di soggiorno nella

rappresentati dai grandi villaggi e alberghi balneari ubicati in Sardegna e Sicilia, oppure dagli alberghi di montagna in location quali Cortina d'Ampezzo e Courmayeur. Un esempio di marchio internazionale specializzato in resort di lusso è Belmond²⁸.

1.4.4 *Formule alberghiere ibride e innovative*

Formule extended-stay. Seguendo un processo di segmentazione della clientela e di differenziazione del prodotto, i servizi ricettivi si sono ulteriormente distinti in formule parzialmente diverse dall'albergo, mantenendo alcuni tratti caratteristici del servizio, tuttavia configurando l'utilizzo degli spazi in modo diverso, con la nascita di ulteriori prodotti immobiliari. Le formule definite *extended-stay*²⁹ sono destinate a segmenti di utilizzatori che necessitano di soggiorni tipicamente più lunghi rispetto a quello giornaliero degli alberghi, e che – per le caratteristiche della permanenza – richiedono servizi modulati in modo più articolato. Caratteristica ulteriore di tali formule è rappresentata in alcuni casi dal «soggiorno minimo», ovvero da un numero minimo di notti che l'utilizzatore finale richiede di spendere all'interno dell'unità ricettiva.

Immobili alberghieri All Suite. Di recente concettualizzazione, i prodotti alberghieri All Suite sono caratterizzati dalla presenza di camere alberghiere del tipo suite, composte da un'area soggiorno, sovente separata dall'area notte. Tali immobili sono ubicati principalmente nei distretti d'affari delle città. Nelle differenti configurazioni di tale prodotto, le camere alberghiere possono essere dotate di più aree notte, separate tra di loro, per comporre suite del tipo studio, one-bedroom, two-bedroom e three-bedroom. Sovente, le camere sono dotate anche di un'area per la preparazione dei pasti, con una *kitchenette* o un armadio che contiene la cucina e il frigorifero. Tali prodotti alberghieri sono indirizzati a un seg-

struttura ricettiva. Qui la distinzione nell'ambito di prodotti immobiliari alberghieri di categoria select service può essere ulteriormente approfondita, identificando prodotti *midscale with F&B services* – ovvero con servizi ristorativi completi – rispetto a prodotti *midscale without F&B services* – ovvero in assenza di servizi ristorativi completi.

²⁸ Il marchio Belmond ha sostituito di recente il marchio precedente Orient-Express Hotels, molto conosciuto a livello internazionale.

²⁹ Per una panoramica introduttiva su tali formule e l'affermazione di tale modello sul mercato americano si veda Wolff (1996).

mento di clientela che soggiorna per periodi più lunghi di tempo, anche se, in tale formula, i servizi offerti dall'unità ricettiva sono assimilabili a quelli di un albergo. Il posizionamento di tali prodotti, così come affermatosi sui mercati internazionali, può ricadere sia in segmenti più elevati, del tipo upscale, sia in quello medio di tipo midscale. La presenza di servizi tipicamente alberghieri differenzia tale categoria rispetto ai successivi prodotti definibili *serviced apartment* e *aparthotel*. Tale presenza di servizi si riflette in modo coerente sulla composizione delle aree interne dell'immobile, nelle quali hanno spazio sia le aree deputate a specifici servizi (come per esempio il ristorante e le cucine), sia aree comuni funzionali all'aggregazione degli ospiti e dei clienti.

Serviced apartment. Gli immobili ricettivi classificabili quali prodotti *serviced apartment* rappresentano un'ulteriore categoria destinata a un pubblico di utilizzatori che richiede spazi per soggiorni medio-lunghi, ove tuttavia il livello di servizio risulta più limitato rispetto agli immobili alberghieri. Tale tipologia di immobili è spesso ubicata nei contesti urbani e cittadini e, in funzione del proprio posizionamento, può essere contestualizzata anche in immobili in prime location e di connotazione storica. Sul mercato sono presenti prodotti luxury, upscale e midscale. La connotazione di servizio meno accentuata si ritrova sia nell'assenza di molti degli spazi e aree comuni presenti negli alberghi tradizionali, sia nella differente modulazione nell'erogazione di servizi come la periodicità delle pulizie nelle camere e i servizi di ricevimento. Qui si è di fronte a edifici compatibili con manufatti immobiliari più simili agli immobili residenziali, adattati per permettere un utilizzo degli spazi privati (gli appartamenti) e degli spazi pubblici (le aree di aggregazione) compatibili con soggiorni di medio-lungo periodo, consentendo allo stesso tempo la disponibilità di servizi basilari verso l'utilizzatore finale.

Aparthotel. In parte sovrapponibili alla formula dei *serviced apartment*, gli *aparthotel* rappresentano una tipologia di prodotto immobiliare ricettivo prevalentemente ubicata in destinazioni leisure adottabili anche per lo sviluppo dei resort. Con differente gradazione, sia nell'utilizzo degli spazi sia nell'erogazione dei servizi, gli *aparthotel* possono prevedere la presenza di aree comuni più articolate rispetto ai *serviced apartment* e l'esistenza di aree interne alle camere destinate alla preparazione dei cibi. Anche in tale caso, il posizionamento può essere del tipo upscale e midscale.

1.4.5 *Formule con cessione – parziale e temporanea – e condivisione della proprietà*

L'innovazione di prodotto manifestatasi nel corso degli anni ha portato all'affermazione di formule basate su modalità di utilizzo del bene immobiliare e accesso alla sua proprietà – totale o parziale – ulteriormente articolate. In funzione anche del grado di maturità degli stili di consumo e del particolare contesto storico e culturale, si sono affermati modelli di fruizione «a tempo» e «parcellizzata» di particolari classi di beni immobiliari, dando vita a formule ove il godimento del bene risulta limitato in un determinato intervallo temporale, e la sua proprietà può essere condivisa con altri utilizzatori.

Prodotti immobiliari offerti con formule timeshare. La formula del *timeshare*, o *vacation ownership*, si è affermata su alcuni mercati a partire dagli anni Sessanta. Essa consiste nell'acquisto con pagamento anticipato di un diritto di uso di un'unità (una camera oppure un appartamento o altro tipo) all'interno di immobili ricettivi, generalmente ubicati in destinazioni leisure. Tale diritto consente un uso dell'unità per un numero determinato di giorni (per esempio, una o più settimane) e dura per tempo illimitato oppure per un determinato numero di anni. Tale formula, analizzata e approfondita³⁰ nel tempo, comporta una serie di benefici in capo all'utilizzatore, non limitati alla sola sfera finanziaria³¹. Esistono differenti modelli di timeshare, in particolar modo alcuni di essi consentono la nascita di un vero e proprio diritto di proprietà immobiliare, con la possibilità di alienazione e trasferimento dello stesso. Altri modelli si limitano a consentire un uso esclusivo dell'unità per un determinato numero di anni – per esempio trenta – terminati i quali l'utilizzatore non vanta più alcun diritto sul bene utilizzato. La formula del timeshare prevede la complessa interazione tra gli utilizzatori della medesima unità immobiliare secondo un piano temporale predeterminato, che può essere fisso oppure variabile. Associati al diritto d'uso dell'unità, esistono vin-

³⁰ Per una rassegna della letteratura specializzata che ha approfondito il tema del timeshare, si veda Gregory, Weinland (2016).

³¹ In particolare, il valore del possesso delle unità in timeshare appare più legato a fattori immateriali, quali l'esclusività, la flessibilità, la socialità. Si veda su questo argomento Sparks *et al.* (2007).

coli specifici, quali per esempio alcuni costi ricorrenti annuali destinati alla manutenzione del bene immobiliare.

Condohotel. Il modello del *condohotel* si basa sulla presenza di un immobile ricettivo, composto da camere di diversa tipologia e da aree e facility comuni, ove la proprietà immobiliare è parcellizzata³². La proprietà delle singole camere viene alienata agli utilizzatori finali che godono del bene immobiliare «camera» e che – insieme agli altri proprietari – fruiscono anche delle aree comuni dell’immobile. All’interno dell’immobile si costituisce un condominio che contribuisce alla gestione dell’intero immobile, sovente insieme a un operatore alberghiero che si occupa di commercializzare le camere dei proprietari, quando questi non le utilizzano. Il vantaggio nel possedere una camera in piena proprietà all’interno del *condohotel* risiede nella possibilità di locare tale camera nei periodi di non utilizzo, ricevendo un canone che viene suddiviso tra il proprietario e l’operatore alberghiero. Diffusa sia nel continente americano sia in quello europeo, la formula del *condohotel* ha vissuto differenti fasi di sviluppo, in relazione anche alle regolamentazioni normative che si sono succedute nei diversi paesi³³, in particolare anche alla complessità nel regolamentare i rapporti tra i singoli proprietari, il condominio e l’operatore alberghiero. Tale prodotto immobiliare, per la sua peculiarità, si è diffuso soprattutto in destinazioni leisure, rappresentando un’alternativa alla piena proprietà di seconde case utilizzate per soggiorni turistici.

Formule di fractional ownership. Le formule definite di *fractional ownership* consistono nella condivisione della piena proprietà di un bene immobiliare, frazionata in un numero limitato di co-proprietari. Utilizzata anche per altre tipologie di beni quali aerei o imbarcazioni, la formula di *fractional ownership* adottata nella proprietà di un bene ricettivo si

³² Per una descrizione di tale modello si veda Bohan (2005) e anche Gustafson (2000).

³³ In particolar modo, in America, dove la formula *condohotel* è molto diffusa, è stato sollevato il tema che tale tipo di prodotto, per la sua natura eminentemente finanziaria, dovesse essere regolato come investimento finanziario piuttosto che immobiliare. La possibilità di ricevere un reddito dalla locazione dell’unità acquistata, unitamente al possibile apprezzamento in conto capitale del valore in caso di rivendita, ha portato all’applicazione delle normative per la promozione e vendita di prodotti finanziari piuttosto che immobiliari. Su tale argomento si veda Migdal (2006).

sta affermando di recente, quale ulteriore modello di proprietà condivisa. Tipicamente, tale formula si adatta alla proprietà di unità ricettive (camere o appartamenti) all'interno di resort dotati di aree e facility comuni e di ville singole anch'esse inserite in complessi con servizi comuni. Il vantaggio principale di tale formula risiede nella possibilità di condividere alcuni costi tipici della proprietà con altri co-proprietari, riducendo pertanto il *total cost of ownership*³⁴. L'utilizzo del bene immobiliare è regolato da un piano temporale che assegna una frazione annuale all'utilizzatore associata al numero complessivo di frazioni. Tale piano temporale è basato su un principio rotazionale, per cui il periodo di fruizione cambia periodicamente durante l'intero anno solare. Poiché la formula prevede sovente la proprietà indiretta del bene immobiliare – attraverso una società con azioni o quote – i proprietari possiedono la piena proprietà di tali azioni o quote in proporzione alle frazioni in cui il bene risulta diviso, consentendo le operazioni tipiche di alienazione e trasferimento del bene.

Il punto di vista di un operatore e investitore

Intervista a Jean Claude Ghiotti, Presidente B&B Hotels Italia S.p.A.

Dalla sua esperienza di top manager all'interno di una società che effettua anche investimenti sugli immobili alberghieri, qual è la sua percezione?

In generale, la maggior parte, anche sino al 90% degli immobili, ha necessità di essere ristrutturata, ed è gestita da famiglie proprietarie che spesso hanno rimandato gli investimenti in ristrutturazione, con il risultato che il prodotto alberghiero non risulta adatto alle mutate condizioni di mercato.

Dal suo punto di osservazione, come vede il mercato degli investimenti alberghieri?

Se si analizza il mercato, gli investimenti sono stati concentrati nelle principali città-destinazioni, ovvero Milano, Roma, Firenze e Venezia, e spesso risultano investimenti rilevanti, con dimensioni superiori a 30 milioni di euro per deal. Le location secondarie appaiono meno importanti: città come Bologna, per esempio, sono solo marginalmente lambite dall'interesse degli investitori. Il prodotto che attrae gli investitori sembra essere prevalentemente rappresentato dagli immobili ubicati in location centrali e di qualità, spesso trophy asset.

³⁴ *Total cost of ownership*: costo totale della proprietà, ovvero la somma di tutti i costi necessari da sostenere derivanti dal diritto di proprietà.

Qual è il criterio fondamentale nell'analisi delle opportunità di investimento alberghiero?

Il fattore che determina l'interesse per l'investimento, sia relativo alla gestione sia all'acquisto immobiliare, è sicuramente la posizione dell'immobile. Indipendentemente dalla categoria dell'albergo, il suo livello di servizio e la tipologia di prodotto, il vantaggio di avere una location favorevole è il principale elemento di successo delle iniziative di investimento. Ovviamente non sempre si hanno opportunità nei centri delle città, per cui l'interesse per location meno centrali si può manifestare se si realizzano condizioni di sostenibilità economica della posizione. La decisione di occupare o meno una location secondaria è funzione del livello del prezzo di vendita delle camere e del tasso di occupazione raggiungibile: se queste condizioni consentono di pagare un canone di locazione o affitto sostenibili, generando marginalità operativa positiva, allora la posizione può essere approfondita e possiamo gestire la struttura alberghiera. Nel nostro modello gestionale possiamo locare immobili alberghieri offrendo canoni di locazione che vanno da 1800-2000 euro a 7500 euro per camera all'anno, in funzione del conto economico operativo e della marginalità che riteniamo soddisfacente di poter generare dalla gestione. Per ogni location, in funzione delle singole posizioni che possono sostenere un ricavo medio (per camera) da 40 a 100 euro – livelli molto diversi raggiungibili in mercati altrettanto diversi come per esempio quelli di Faenza e di Milano – e in funzione del «costo immobiliare», il nostro modello gestionale funziona nella creazione di margini operativi positivi, anche limitati ma in ogni caso positivi.

Quali sono le operazioni più rilevanti che avete realizzato nell'ultimo triennio?

Nel triennio abbiamo completato quindici nuove aperture alberghiere, sia attraverso l'acquisizione sia mediante la gestione. In alcune posizioni, quali Palermo, Como, Cortina, Genova, abbiamo acquistato gli immobili alberghieri, in altre come per esempio a Milano [Stazione Centrale, *N.d.R.*] siamo divenuti tenant pagando un canone di locazione. Nel caso in cui abbiamo acquistato gli immobili, il nostro operato è stato completato attraverso la successiva alienazione dell'immobile prevalentemente a investitori istituzionali, ai quali riconosciamo un canone di locazione. Attraverso tale approccio, possiamo comunque acquistare il bene immobiliare che ci sembra interessante per la nostra pipeline di sviluppo, con l'obiettivo di ritenerlo successivamente in locazione. Nella strutturazione di tali operazioni l'acquisto dell'immobile, il costo della ristrutturazione necessaria, l'applicazione del nostro modello gestionale costituiscono fattori che dobbiamo necessariamente valutare, poiché conosciamo il ritorno sull'investimento che un possibile investitore immobiliare ci richiederà per rendere l'operazione accettabile.

In tali investimenti alberghieri, qual è stato il rendimento richiesto dagli investitori immobiliari?

Possiamo inquadrare il livello di rendimento corrente di tali operazioni comprendendolo in un intervallo tra il 5,3% e 6,2% [*yield, N.d.R.*].

La crescita del marchio B&B sul mercato italiano è evidente. È possibile parlare di un modello di sviluppo per il nostro paese, anche per comparazione con altri paesi in cui siete presenti?

Se paragoniamo altri mercati, come quello francese o tedesco, le differenze appaiono evidenti. Questi mercati sono più maturi e lo sviluppo avviene attraverso modelli consolidati. In particolare, per il nostro segmento, lo sviluppo greenfield può realizzarsi in tempi brevi, attraverso l'acquisizione di un terreno con potenzialità edificatorie, per il quale, in tempi abbastanza brevi, è possibile ottenere un titolo di costruzione. Successivamente, diciamo 12-14 mesi, l'immobile alberghiero è realizzato e noi possiamo aprire con la nostra gestione. Pertanto, in un tempo abbastanza standardizzato, diciamo due anni, lo sviluppo può avvenire, con costi anch'essi standardizzati e successivamente, attraverso la gestione, si può remunerare l'investimento effettuato dagli investitori immobiliari che si attendono anch'essi dei rendimenti omogenei. In essenza, è un sistema che funziona. In Italia, al momento, non si ritrovano tali condizioni: i tempi per le autorizzazioni sono molto variabili e lunghi, i costi di costruzione piuttosto differenti da location a location, includendo anche i costi dei terreni. Gli sviluppi, prevalentemente ubicati in zone periferiche delle città, costano comunque molto, se consideriamo i costi complessivi per la realizzazione di un albergo: si può tranquillamente stimare in un range tra i 70.000 e i 75.000 euro per camera. In tali condizioni, per remunerare l'investimento, un canone sufficiente potrebbe essere intorno ai 6000 euro per camera/anno, probabilmente non sostenibile per location periferiche ove i ricavi medi per camera sono evidentemente bassi. Pertanto, questo modello non funziona, se non in particolari casi. Per sostenere il nostro sviluppo, in Italia è stato necessario inventare non un solo modello, ma tanti modelli. Così, per ciascuna opportunità cerchiamo di trovare la soluzione più adatta affinché l'operazione sia sostenibile e reciprocamente soddisfacente: se il proprietario, per esempio, non è disposto a sostenere i costi di ristrutturazione, noi interveniamo in tal senso e tarriamo il canone di locazione in modo appropriato rispetto all'investimento che facciamo sull'immobile. Oppure, per alcuni immobili che sono distressed, siamo in grado di dialogare con i creditori per riportare l'asset a produrre dei redditi. Insomma, non esiste un solo modello, ma siamo noi a renderlo «modello» per ogni circostanza che possa presentarsi.

Il sistema creditizio italiano sta progressivamente riqualificando le proprie posizioni di crediti non performanti, e si parla spesso di portafogli immobiliari di NPL e UTP (Not Performing Loan, Unlikely To Pay), di cui, si stima, il 15% circa sia rappresentato da immobili alberghieri e ricettivi. Tale categoria può rappresentare per voi una classe di asset interessante?

Siamo stati già coinvolti in diverse posizioni con tali caratteristiche e il nostro approccio non è cambiato nella sostanza, ovvero possiamo operare un asset immobiliare di proprietà di una banca o di una società di leasing applicando il nostro

modello gestionale, rendendo la posizione interessante per il creditore che si sia re-impossessato dell'immobile. Devo dire, però, che nella composizione di portafogli di questo tipo si può trovare un po' di tutto, e che spesso la valorizzazione degli immobili alberghieri da parte di questi investitori è più basata sulla parte puramente immobiliare, come per le altre classi di immobili. Per quelli alberghieri, spesso, le valutazioni di tali opportunità vanno riviste alla luce della componente gestionale, con il risultato che i costi pagati per l'acquisizione debbano essere attentamente vagliati per non risultare poi insostenibili nella fase di riqualificazione e rimessa a reddito dell'immobile.

Location primarie, secondarie, mercati stagionali e leisure: esiste per voi differenza in termini di sviluppo?

In realtà si sta parlando di cose diverse, perché si tratta di tre differenti tipi di mercato, tutti potenzialmente oggetto di interesse a determinate condizioni. Per le location primarie, come si è già visto, il modello è ormai rodato e la nostra presenza inizia a consolidarsi. Nelle location secondarie che possono corrispondere ai capoluoghi di provincia, con una dimensione media di circa 100.000 persone, la tipologia del traffico commerciale influenza la possibile scelta se essere presenti, e a quali condizioni. Esistono città il cui mercato cresce, anche se di poco, che possono avere necessità di prodotti (alberghieri) nuovi oppure di prodotti rinnovati, dove la nostra presenza è adatta, rispettando il nostro modello gestionale. Anche qui, il costo immobiliare deve essere parametrizzato al giro d'affari che è possibile creare, nel rispetto di una sostenibilità della locazione che consenta di guadagnare – anche attraverso margini operativi limitati – ma comunque margini positivi. Penso che in Italia ci siano circa 100 città con dimensioni variabili, ove sarebbe adatta una presenza di un nostro albergo. Tutti i mercati alberghieri sono profondamente cambiati, sia nel modo di utilizzo degli alberghi da parte dei clienti, sia con la nascita di formule alternative che rappresentano un ulteriore elemento di concorrenza oltre all'hôtellerie tradizionale. Pertanto, l'obiettivo qui è avere un prodotto alberghiero il cui costo immobiliare e costo operativo siano bassi per sostenere un livello di servizio limitato, coerente con le tariffe che applichiamo. Questo si traduce nell'impossibilità, proprio per molte piazze secondarie, di avere alberghi categorizzati a quattro stelle, che dovrebbero prevedere la presenza di un elevato numero di persone per garantire tale servizio. Molto spesso gli alberghi presenti di categoria superiore sono costretti ad abbassare le tariffe proprio per le caratteristiche della domanda locale. Con prezzi medi intorno a 50 euro per camera, possiamo essere competitivi con alberghi di classe superiore in tutte quelle piazze che non consentono grandi incrementi di prezzo, e siamo in grado di offrire al cliente tariffe molto concorrenziali. Per le location stagionali e quelle leisure, direi che in alcune stiamo iniziando a essere presenti, anche se la stagionalità risulta molto limitata nell'arco dell'anno. Si pensi alla Liguria, a Cortina, oppure Rimini, in cui abbiamo la possibilità di valutare delle opportunità, se la

location proposta è caratterizzata da flussi di domanda consolidata, sia leisure sia commerciale e business.

Come crede possa evolvere il comparto degli investimenti immobiliari alberghieri in Italia nei prossimi cinque-dieci anni?

Per ciò che riguarda il nostro segmento, midscale, si registra una presenza limitata di investitori che valutano questo tipo di prodotto alberghiero, principalmente internazionali. Data la conformazione dell'ospitalità italiana, prevalentemente composta da proprietari di piccoli alberghi che gestiscono direttamente, l'interesse degli investitori è solo limitato. Se si analizzano gli operatori, non sembra vi sia un interesse impellente per il segmento midscale in Italia: gli operatori specializzati sono pochi, e non tutti continuano ad adottare un modello basato sulla locazione immobiliare. Per altre tipologie di prodotto, più elevate come upscale e luxury, si è assistito a diverse operazioni di acquisto e riposizionamento sul mercato nelle quali l'investitore ha acquisito la proprietà immobiliare di portafogli, essendo coinvolto anche negli aspetti gestionali operativi. Questo modello, in parte presente in altri paesi, consente di affidarsi a società specializzate nelle operation, mantenendo comunque il controllo dell'asset immobiliare e della gestione operativa, incrementando notevolmente il ritorno sull'operazione. In queste situazioni, l'investitore assume anche il rischio operativo oltre a quello immobiliare, tuttavia i rendimenti possono essere molto più interessanti, nell'ordine del 15-18% complessivo [IRR, *N.d.R.*]. Questi modelli consentono di riqualificare delle posizioni distressed e preparano l'asset immobiliare per una rivendita successiva. Il nostro piano di sviluppo nell'orizzonte considerato resta ambizioso: riteniamo di poter crescere ancora e la nostra pipeline di sviluppo prevede di raggiungere circa 60 alberghi entro il 2021.

2 Peculiarità nella progettazione e realizzazione dell'immobile alberghiero

di *Massimo Roj**

Dopo l'inquadramento generale offerto nel Capitolo 1 sulle caratteristiche principali dell'immobile alberghiero quale asset class, questo capitolo si pone come obiettivo l'analisi degli elementi tipici di tale categoria di immobile dal punto di vista della sua peculiarità architettonica e progettuale. Si analizzeranno le principali differenze progettuali rispetto agli altri immobili di tipo commerciale, per poi illustrare le strategie di pianificazione degli spazi e di allocazione delle funzioni, chiarendo quali sono i fattori che maggiormente influenzano tali scelte. In particolare, si dedicherà un approfondimento allo spazio per eccellenza che accomuna tutti gli immobili alberghieri, ossia le camere, fornendo una panoramica sulle principali soluzioni che si riscontrano comunemente e sul ruolo che in questo può giocare il fenomeno consolidato della standardizzazione. Una panoramica sulle recenti tendenze nella progettazione degli alberghi verrà fornita a conclusione del capitolo.

* Architetto, fondatore di Progetto CMR, società specializzata nella progettazione integrata, con sede centrale a Milano e uffici in diverse città nel mondo, classificata tra le prime cento società di architettura al mondo segnalate da BD World Architecture Top 100.

3 Diritti sull'immobile, modelli gestionali e formule contrattuali

di *Massimiliano Macaione**

Nel paragrafo 1.2.1 sono stati identificati i principali attori che prendono parte al processo di investimento alberghiero. In quel contesto sono stati rappresentati:

- il soggetto proprietario o investitore (*owner o investor*);
- il soggetto sviluppatore (*developer*);
- il soggetto finanziatore (*lender*);
- il soggetto gestore o operatore (*operator*).

Questo capitolo intende definire e qualificare la natura dei diritti che si formano sull'immobile alberghiero nell'ambito delle relazioni possibili instaurabili tra gli attori del mercato, tenendo conto delle molteplici strutture di proprietà (cosiddette *ownership structure*) aventi oggetto l'immobile alberghiero stesso e l'esercizio dell'attività d'impresa alberghiera. Risulta infatti rilevante la distinzione tra questi due «perimetri» e la titolarità delle azioni riguardanti la gestione delle due componenti. Dopo un breve excursus relativo alle circostanze che hanno portato alla nascita delle diverse strutture di proprietà, le stesse sono identificate e classificate secondo differenti criteri qualitativi, con l'obiettivo di mettere in evidenza le possibili relazioni funzionali tra i soggetti coinvolti. Successivamente, vengono descritte le principali formule contrattuali adottate nel comparto degli investimenti alberghieri, qualificandone i

* Avvocato, partner dello Studio Legale internazionale Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners, dove è responsabile del settore hospitality.

principali attributi e caratteristiche. Il capitolo si conclude con un'analisi sinottica comparativa delle formule contrattuali.

4 Fattibilità e strategie nell'investimento immobiliare alberghiero

Questo capitolo identifica e qualifica gli ambiti d'indagine più rilevanti nell'analisi di un investimento immobiliare alberghiero.

La sostenibilità dell'investimento alberghiero viene analizzata dal punto di vista del mercato, del prodotto e sotto i profili economico e finanziario, ripercorrendo l'insieme delle attività necessarie al suo completamento. Si procede analizzando la sostenibilità sia di un immobile alberghiero di futura realizzazione, sia di un investimento in un immobile alberghiero già operativo.

Si analizzano le principali aree per la comprensione del mercato di riferimento in cui l'impresa alberghiera opera, analizzando anche il mercato dell'investimento immobiliare: i due mercati, pur presentando logiche e metriche differenti, sono tuttavia strettamente legati. L'analisi di prodotto, elaborata nel paragrafo 1.4.2, viene riproposta nell'ottica di mercato, mentre all'analisi economica e finanziaria saranno dedicati i Capitoli 5, 6 e 7.

Per facilitare la comprensione, si utilizzerà l'esempio dell'ipotetico Albergo Alfa, le cui caratteristiche sono descritte nel paragrafo 4.2 e nei capitoli successivi.

Il capitolo è corredato da un ulteriore contributo sulle strategie d'investimento – disponibile tra i contenuti integrativi online – attraverso il quale sono identificate le differenti opzioni di valorizzazione dell'immobile in funzione delle specifiche condizioni di mercato e delle diverse prospettive del soggetto investitore.

5 La gestione caratteristica alberghiera e i risultati economici

In questo capitolo sono illustrati gli aspetti più rilevanti relativi alle metodologie e alle pratiche contabili delle imprese alberghiere associabili all'analisi dell'investimento alberghiero. Coerentemente con la classificazione d'immobile Commerciale Attività, l'immobile alberghiero «funziona» in presenza dell'attività d'impresa, derivando da essa il proprio valore. Nasce pertanto l'esigenza di rappresentare e monitorare la gestione caratteristica dell'impresa alberghiera attraverso opportune rilevazioni contabili che si riflettono indirettamente sulla componente immobiliare dell'impresa.

Successivamente a un inquadramento generale della contabilità alberghiera, di natura civilistica e gestionale, il capitolo identifica le principali pratiche internazionali adottate per la redazione del bilancio dell'impresa alberghiera, focalizzando l'attenzione sulla produzione del reddito d'impresa e sulla composizione del Conto Economico dell'albergo.

L'analisi del Conto Economico dell'albergo – anche attraverso un approccio comparativo tra le rilevazioni contabili con finalità civilistica e quelle aventi finalità gestionale – costituisce il punto di partenza per la composizione del reddito d'impresa, da cui deriveranno le successive attività di analisi dell'investimento alberghiero.

6 Valutazione dell'immobile alberghiero

In questo capitolo sono descritte le principali metodologie adottabili nel processo di valutazione degli immobili alberghieri¹ ai fini della determinazione del Valore di Mercato. In altre parole, ci si pone nell'ottica di un valutatore che, come meglio descritto nel seguito, intenda stimare il più probabile prezzo di vendita dell'immobile alberghiero; nel successivo Capitolo 7, si analizzerà invece la convenienza economica dell'investimento in un immobile alberghiero, ponendosi nell'ottica di uno specifico investitore, con la finalità quindi di stimare un Valore di Investimento. Le due tipologie di valutazione, sebbene presentino finalità diverse e diverse definizioni di valore, sono piuttosto simili nelle tecniche utilizzate e nelle criticità: in questo capitolo si procederà con una descrizione dettagliata di tali elementi, mentre nel Capitolo 7 si provvederà a introdurre le differenze basate sulla convenienza economica e sostenibilità finanziaria per uno specifico soggetto, rispetto alla stima del Valore di Mercato.

Data l'ampiezza delle tematiche approfondite nella letteratura specialistica con riferimento alle differenti categorie di immobili, la prospettiva adottata deriva dall'esigenza di rappresentare le metodologie applicabili per tale classe di asset che – giova ricordarlo – ricade nella categoria definita degli immobili Commerciali Attività². Proprio per tale peculiarità, l'analisi delle metodologie e tecniche valutative si concentrerà sulla natura specialistica degli immobili alberghieri, tenendo conto della natu-

¹ Alcune parti del capitolo, in particolare i paragrafi 6.4 e 6.9, sono state parzialmente tratte da Morri, Benedetto (2017) cui si rimanda per un approfondimento generale sulle problematiche di valutazione dei beni immobiliari.

² Per tale definizione si veda il Capitolo 1.

ra eminentemente strumentale dell'immobile nell'esercizio dell'attività economica dell'impresa alberghiera.

Dopo un breve inquadramento dell'attività di valutazione applicabile agli immobili alberghieri, il capitolo descrive le principali metodologie di valutazione, analizzando gli elementi teorici e pratici più rilevanti di ciascun criterio, evidenziandone per ciascuno punti di forza e criticità, anche nell'ambito dell'effettiva applicabilità in un contesto compatibile con mercati simili a quello italiano. Viene, inoltre, affrontata la tematica, centrale nella valutazione con metodologia economica, della stima dei tassi di rendimento.

7 Analisi dell'investimento in immobili alberghieri

In questo capitolo è illustrata la modalità di analisi degli investimenti alberghieri nella prospettiva di un investitore. Diversamente dal Capitolo 6, dove l'ottica adottata è stata quella del mercato, pertanto in una prospettiva oggettiva volta all'individuazione di un Valore di Mercato unico, derivante dalle ipotesi ritenute più probabili tra gli operatori, nella valutazione di investimento ci si pone nella prospettiva individuale di uno specifico soggetto, ben definito e individuato, con l'obiettivo di identificare il valore del bene per quel soggetto in funzione della sua utilità.

Rispetto all'approccio e ai metodi di valutazione di mercato, pertanto, la prospettiva risulta molto diversa, e si potrebbe sostenere – quale conseguenza di tale mutato punto di vista – che mentre esiste un unico Valore di Mercato per un bene, diversamente esistono tanti valori di investimento quanti sono i partecipanti al mercato.

Diversamente dalla stima del Valore di Mercato, ci si potrà porre nella prospettiva di un soggetto ben definito, quindi con una propria strategia di investimento e di gestione, un proprio status fiscale e una propria struttura finanziaria. In base a questi ultimi elementi, non sarà più necessario dover adottare solamente lo schema dei flussi di cassa operativi al lordo delle imposte (FCFO) e un tasso rappresentativo di un costo medio ponderato del capitale (WACC), ma si potrà procedere direttamente alla stima dei flussi di cassa spettanti al solo investitore (FCFE, Free Cash Flow to Equity), da rapportare al rendimento atteso sul capitale proprio investito (K_e).

Si procederà con l'illustrazione dei criteri di valutazione più comunemente utilizzati per misurare la creazione di valore e il ritorno degli investimenti. Infine, si procederà con la stima dei flussi di cassa ai diversi

livelli, partendo dal flusso generato dall'immobile alberghiero per arrivare al flusso di cassa libero per l'azionista al netto degli impatti fiscali, dopo aver approfondito gli effetti del finanziamento con capitale di debito.

8 Casi di valutazione alberghiera

Durante i capitoli precedenti, è stato adottato un caso reale ma generico – quello dell’Albergo Alfa – quale punto d’osservazione per l’applicazione delle differenti tematiche affrontate relative all’analisi di mercato, di prodotto ed economica e finanziaria dell’investimento immobiliare alberghiero.

A completamento delle analisi rappresentate nell’intero libro, e in relazione alle differenti prospettive d’indagine che sono state adottate, è stata elaborata una serie di casi di valutazione aventi come oggetto immobili alberghieri la cui tipologia di prodotto, il tipo di diritti sull’immobile, l’estrazione dei soggetti investitori e operatori consente di riprodurre uno spettro sufficientemente ampio di indagine, con l’obiettivo di applicare, in particolare, i criteri valutativi esaminati nel Capitolo 6 e l’analisi di investimento presentata nel Capitolo 7.

Questo capitolo include cinque casi valutativi di alberghi provenienti da attività professionale reale, opportunamente modificati nella rappresentazione al fine di rendere il caso valutativo «universale», almeno per le principali fattispecie valutative identificate.

Si rappresentano cinque casi di stima del Valore di Mercato: i) di un albergo trophy asset con contratto HMA, ii) di un albergo upscale con contratto di locazione¹, iii) di un albergo upscale con contratto HMA, iv) di un’azienda condotta con contratto di affitto in un albergo midscale e, infine, la valutazione di investimento v) di un progetto di sviluppo alberghiero midscale con contratto di franchising. Nelle valutazioni vengono utilizzati dati di terze parti che sono pubblicamente disponibili.

¹Disponibile nei contenuti integrativi online

Bibliografia

- Accetta, G. (1998), «Supporting Capitalization Rates», *Appraisal Journal*, 66(4), pp. 371-374.
- Akerson, C.B. (1984), *Capitalization Theory and Techniques. Study Guide*, Chicago (IL), Appraisal Institute.
- Alon, I., Ni, L., Wang, Y. (2012), «Examining the Determinants of Hotel Chain Expansion through International Franchising», *International Journal of Hospitality Management*, 31(2), pp. 379-386.
- Alvisi, C. (2008), «Il contratto di gestione alberghiera», *Diritto del Turismo*, 3, pp. 225-240.
- American Hotel & Lodging Educational Institute (2014), *Uniform System of Accounts for the Lodging Industry*, 11^a ed., New York (NY), Educational Institute.
- Appraisal Institute (2001), *The Appraisal of Real Estate*, 12^a ed., Chicago (IL), Appraisal Institute.
- Avi, M.S. (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Torino, Giappichelli.
- Belfrage, E. (2001), «Business value allocation in lodging valuation», *The Appraisal Journal*, 69(3), pp. 277-282.
- Beracha, E., Hardin, W., Skiba, H. (2018), «Real Estate Market Segmentation: Hotels as Exemplar», *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 56(2), pp. 252-273.
- Bohan, G. (2005), «Condo Hotels: Lodging's New Segment-Again», *Lodging Hospitality*, 61(13), pp. 34-35.
- Boydell, S. (1998), *An analysis of the investment appraisal of enclosed regional shopping centres – An Australian perspective*, Liverpool, Liverpool John Moores University.
- Brueggeman, W.B., Fisher, J.D. (2010), *Real Estate Finance & Investments*, New York (NY), McGraw Hill Education.
- Canina, L., Klein, T. (1998), «Spin-offs in the Lodging Industry», *Journal of Hospitality Financial Management*, 6(1), pp. 1-19.
- Clayton, J., Ling, D.C., Naranjo, A. (2009), «Commercial Real Estate Valuation: Fundamentals Versus Investor Sentiment», *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 38(1), pp. 5-37.
- Coleman, C., Crosby, N., Mcallister, P., Wyatt, P. (2013), «Development appraisal in practice: Some evidence from the planning system», *Journal of Property Research*, 30(2), pp. 144-165.

- Contractor, F.J., Kundu, S. (1998), «Franchising versus company-run operations: Modal choice in the global hotel sector», *Journal of International Marketing*, 6(2), pp. 28-53.
- Corgel, J.B. (2002), «A Hotel Investment is only as Good as its Local Market!», *Real Estate Issues*, 27(2), pp. 64-66.
- Corgel, J.B. (2004), «Predictive Powers of Hotel Cycles», *Real Estate Issues*, 28(4), pp. 32-36.
- Corgel, J.B., De Roos, J. (1993), «The ADR Rule-of-Thumb as Predictor of Lodging Property Values», *International Journal of Hospitality Management*, 12(4), pp. 353-365 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Articles and Chapters»).
- Corgel, J.B., De Roos, J. (1997), «Hotel investments in the portfolio: Are they part of the core?», *Real Estate Finance*, Summer, 14(2), pp. 29-37.
- Corgel, J.B., Gibson, S. (2005), «The Use of Fixed-Rate and Floating-Rate Debt for Hotels», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 46(4), pp. 413-430 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Articles and Chapters»).
- Culligan, P. (1995), «Toward a new definition of impact», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 36(4), p. 38.
- Damodaran, A. (2006), *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, New York (NY), Wiley.
- Damodaran, A., Minozzi, S. (2013), *Valutazione delle aziende*, 1^a ed., Milano, Apogeo.
- Damodaran, A., Roggi, O. (2015), *Finanza aziendale*, Milano, Apogeo.
- De Roos, J.A. (2010), «Hotel Management Contracts – Past and Present», *Cornell Hospitality Quarterly*, 51(1), pp. 68-80 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Articles and Chapters»).
- De Roos, J.A. (2011), «Planning and Programming a Hotel», in M.C. Sturman, J.B. Corgel, R. Verma (eds), *The Cornell School of Hotel Administration on hospitality: Cutting edge thinking and practice*, New York (NY), Wiley, pp. 321-332 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Articles and Chapters»).
- Dempsey, D. (1991), «Financing Trends in the Hotel Industry», *Real Estate Finance*, 7(4), p. 74.
- DPCM (21 ottobre 2008), «Definizione delle tipologie dei servizi forniti dalle imprese turistiche nell'ambito dell'armonizzazione della classificazione alberghiera», *GU Serie Generale*, n. 34 dell'11.02.2009.
- Dev, C.S., Erramilli, M.K., Agarwal, S. (2002), «Brands across borders: Determining factors in choosing franchising or management contracts for entering international markets», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 43(6), pp. 91-104.
- Dev, C.S., Hubbard, J.E. (1989), «A strategic analysis of the lodging industry», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 30(1), pp. 19-23.
- Ding, Y., Keh, H. (2016), «A re-examination of service standardization versus customization from the consumer's perspective», *Journal of Services Marketing*, 30(1), pp. 16-28.
- Dowell, B. (1997), «Hotel investment analysis: In search of business value», *Assessment Journal*, 4(2), pp. 46-53.

- Ellwood, L.W. (1959), *Ellwood Tables for Real Estate Appraising and Financing*, Pensacola (FL), Ballinger Publishing Company.
- Evanoff, M. (2016), «The international hotel management agreement: Origins, evolution, and status», *Cornell Hospitality Report*, 16(11), pp. 3-15.
- Ferrero, G., Pisoni, P., Puddu, L., Volpatto, O. (1983), *Manuale di amministrazione alberghiera*, Milano, Giuffrè.
- Fisher, J., Martin, R. (1994), *Income Property Valuation*, La Crosse (WI), Dearbon Real Estate Education.
- Fu, J., Sheel, A., Lang, J. (2013), «A Reexamination of Current Hotel Valuation Techniques: Which Approach is More Realistic?», *The Journal of Hospitality Financial Management*, 21(1), pp. 17-30.
- Fusa, E., Guatri, G. (1998), *La valutazione del capitale economico dell'impresa*, Milano, Il Sole 24 Ore.
- Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J., Eichholtz, P. (2006), *Commercial Real Estate: Analysis and Investments*, 2ª ed., Mason (OH), Thomson South-Western.
- Gilpin, S., Kalafatis, S. (1995), «Issues of Product Standardisation in the Leisure Industry», *The Service Industries Journal*, 15(2), pp. 186-202.
- Gloodt, P. (2003), «A look at the nature of property assets in valuing a hotel's real property», *Journal of Multistate Taxation and Incentives*, 13(7), p. 14.
- Goddard, G.J., Marcum, B. (2012), *Real Estate Investment: A Value Based Approach*, New York (NY), Springer.
- Gordon, M.J., Shapiro, E. (1956), «Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit», *Management Science*, 3(1), pp. 102-110.
- Gordon, P., Marre, D., Bonjour, B. (2005), «Understanding the commercial mortgage-backed securities market in the hospitality sector», *Journal of Retail & Leisure Property*, 4(2), pp. 105-117.
- Gregory, A., Weinland, J. (2016), «Timeshare research: A synthesis of forty years of publications», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 28(3), pp. 438-470.
- Guatri, L. (1990), *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Milano, Egea.
- Guatri, L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea.
- Guatri, L., Bini, M. (2007), *La valutazione delle aziende*, Milano, Egea.
- Gunnelin, A., Hendershott, P.H., Hoesli, M., Soederberg, B. (2003), «Determinants of Cross-Sectional Variation in Discount Rates, Growth Rates, and Exit Cap Rates», Research Paper n. 90, FAME –International Center for Financial Asset Management and Engineering.
- Gustafson, J. (2000), «Hotel + condos = success», *Hotel and Motel Management*, 215(16), p. 46.
- Harp, R. (1993), «Hotel franchisors seize international opportunities», *National Real Estate Investor*, 35(5), p. 67.
- Hassanien, A., Baum, T. (2002), «Hotel repositioning through property renovation», *Tourism and Hospitality Research*, 4(2), pp. 144-157.
- Hess, R., Liang, Y., McAllister, R. (2001), «An institutional perspective on hotel investing», *Real Estate Finance*, 18(2), pp. 51-61.
- Hogan, T. (1939), «Use of the uniform system in hotel accounting», National Association of Cost Accountants, *NACA Bulletin* (pre-1986), July 15, pp. 1411-1424.

- House, G.C. (2004), «Demand for Real Estate: Capital Flows, Motivations, and the Impact of Rising Rates», Sacramento (CA), Institute for Fiduciary Education.
- Hyunjoon, K., Zheng, G., Mattila, A. (2002), «Hotel Real Estate Investment Trusts' Risk Features and Beta Determinants», *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 26(2), pp. 138-154.
- IFEI –Institut Français de l'Expertise Immobiliere (1993), *Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière*.
- Jackson, L. (2008a), «An examination and application of current lodging valuation practices», *Journal of Retail and Leisure Property*, 7, pp. 234-247.
- Jackson, L. (2008b), «The structure and performance of US hotel real estate investment trusts», *Journal of Retail and Leisure Property*, 7, pp. 275-290.
- Jing F., Sheel A., Lang J. (2013), «A Reexamination of Current Hotel Valuation Techniques – Which Approach is More Realistic?», *The Journal of Hospitality Financial Management*, 21(1), pp. 17-30.
- Kelly, W., Epley, D.R., Mitchell, P. (1995), «A Requiem for Ellwood», *The Appraisal Journal*, 63(3), pp. 284-290.
- Kim, J.Y., Canina, L. (2011), «Competitive Sets for Lodging Properties», *Cornell Hospitality Quarterly*, 52(1), pp. 20-34 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Articles and Chapters»).
- KPMG (2016), *Smart construction - how offsite manufacturing can transform our industry?* (disponibile online, <https://home.kpmg/xx/en/home.html>), riportato in ReBuild, «Outlook 2017».
- Kwansa, F., Schmidgall, R. (1999), «The Uniform System of Accounts for the Lodging Industry», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 40(6), pp. 88-94.
- Leonard A.J. (2008), «An examination and application of current lodging valuation practices», *Journal of Retail and Leisure Property*, 7, pp. 234-247.
- Lennhoff, D., Reichardt, H. (2011), «Hotel Valuation Myths and Misconceptions Revisited», *Property Tax Valuation Insights*, Winter, pp. 85-93.
- Liu, C.H., Corgel, J. (2017), «Do Property Characteristics or Cash Flow Drive Hotel Real Estate Value? The Answer is Yes», *Cornell Hospitality Report*, 17(6), pp. 3-9 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Center for Hospitality Research Publications»).
- Liu, P., Quan, D. (2011), «Measuring Hotel Risk and Financing», in Sturman, Corgel, Verma (eds), cit.
- Malley, M., Kennedy, J., Jon, Jackson, C., Jr D. (2000), «Franchising outlook 2000», *Hotel and Motel Management*, 215(5), p. 44.
- Mcdonald, J.F. (2015), «Capitalisation rates for commercial real estate investment decisions», *Journal of Property Investment and Finance*, 33(3), pp. 242-255.
- McNeill, D. (2008), «The hotel and the city», *Progress in Human Geography*, 32(3), pp. 383-398.
- Mellen, S. (1993), «Simultaneous Valuation: A new capitalization technique for hotel and other income properties», *The Appraisal Journal*, 51(2), pp. 165-185.
- Migdal, N.F. (2006), «Condo Hotel Sales: The Next Frontier», *Real Estate Finance*, 22(6), pp. 25-29.

- Mitchell, P., Ingram, H. (2002), «Space revenue and valuation models in retailing and hotels», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 14(1), pp. 28-33.
- Modica, P. (2004), *La contabilità per la direzione nelle imprese alberghiere*, Milano, Giuffrè.
- Morri, G., Benedetto, P. (2017), *Valutazione immobiliare. Metodologie e casi*, Milano, Egea.
- Morri, G., Mazza, A. (2010), *Finanziamento immobiliare*, Milano, Egea.
- Morri, G., Mazza, A. (2015), *Property Finance. An international approach*, New York (NY), Wiley.
- Nichols, M., Boutell, M. (2005), «The introduction of REITs and their impact on the leisure sector», *Journal of Retail & Leisure Property*, 4(4), pp. 295-300.
- Nilsson, M., Harris, P., Kett, R. (2002), «Valuing hotels as business entities», *Journal of Leisure Property*, 2(1), pp. 17-28.
- O'Neill, J., Rushmore, S. (2000), «Refining Estimates of Hotel-financing Costs», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 41(6), pp. 12-17.
- O'Neill, J., Rushmore, S. (2003), «Strategic and structural changes in hotel mortgages: A multiple regression analysis», *The Appraisal Journal*, 71(3), pp. 238-244.
- O'Neill, J., Xiao, Q., Mattila, A.S. (2012), «The role of hotel owners: The influence of corporate strategies on hotel performance», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 24(1), pp.122-139.
- Peiser, R., Hamilton, D. (2012), *Professional real estate development. The ULI guide to the business*, 3^a ed., Washington (WA), Urban Land Institute.
- PKF (1993), «Spatial planning for hotel design», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 5(2), p. 10.
- Potter, G., Schmidgall, R. (1999), «Hospitality Management Accounting: Current Problems and Future Opportunities», *International Journal of Hospitality Management*, 18(11), pp. 387-400 (disponibile online, <https://scholarship.sha.cornell.edu>, alla pagina «Articles and Chapters»).
- Ransley, J., Ingram, H. (2001), «What is “Good” Hotel Design?», *Facilities*, 19(1-2), pp. 79-86.
- Reichardt, H., Lennhoff, D. (2003), «Hotel asset allocation: Separating the tangible personalty», *Assessment Journal*, 10(1), pp. 25-31.
- Renard, J., Kristi, M. (2003), «The agency challenge: How Woolley, Woodley and other cases rearranged the hotel-management landscape», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 44(3), pp. 58-76.
- Ricci, P. (2000), *Il Bilancio d'esercizio delle imprese alberghiere*, Torino, Giappichelli.
- RICS (2017), *RICS Valuation – Global Standards 2017 (Red Book Global)*.
- RICS (2020), *RICS Valuation – Global Standards 2020 (Red Book Global)*.
- Roginsky, R. (1995), «A critical analysis of hotel-impact issues», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 36(4), pp. 18-26.
- Rowe, M. (1997), «US franchise switches to the fast lane», *Lodging Hospitality*, 53(4), p. 37.
- Rushmore, S. (1996), «Feasibility studies: Fact or fiction», *Lodging Hospitality*, 52(10), pp. 14-15.

- Rushmore, S. (1997), «Next decade's hotel investment opportunities», *Lodging Hospitality*, 53(8), p. 20.
- Rushmore, S. (2004), «The Magic, Curse Of Leverage», *Hotels*, 38(9), p. 26.
- Rushmore, S., Baum, E. (2001), *Hotels & Motels: Valuations and Market Studies*, Chicago (IL), Appraisal Institute.
- Rutes, W., Penner, R., Adams, L. (2001), «Challenges in hotel design: Planning the guest-room floor», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 42(4), pp. 77-88.
- Sandoff, M. (2005), «Customization and standardization in hotels: A paradox or not?», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 17(6), pp. 529-535.
- Sandoval-Strausz, A.K (2007), *Hotel: An American History*, New Heaven (CT), Yale University Press.
- Schmidgall, R. (1998), «The New Lodging Scoreboards: The Uniform System of Accounts for the Lodging Industry. Focus: The Summary Statement of Income», *The Bottomline*, 13(5), pp. 24-30.
- Schwartz, Z., Uysal, M., Webb, T., Altin, M. (2016), «Hotel daily occupancy forecasting with competitive sets: A recursive algorithm», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 28(2), pp. 267-285.
- Sheridan, M. (1995), «Hotel management: Redefining the owner/operator relationship», *National Real Estate Investor*, 37(7), pp. 49-58.
- Singh, A., Schmidgall, R. (2000), «Financing lodging properties», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 41(4), p. 39-47.
- Singh, A., Schmidgall, R. (2004), «A Survey of Community Banker Attitudes Toward Hotel Feasibility Studies», *The RMA Journal*, April, pp. 28-35.
- Slattery, P. (2012), *The Economic Ascent of the Hotel Business*, 2^a ed., Oxford, Goodfellow Publishing.
- Smith, R., Lesure, J. (1996), «Don't shoot the messenger: Forecasting lodging performance», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 37(1), pp. 80-88.
- Sparks, B., Butcher, K., Pan, G. (2007), «Understanding Customer-Derived Value in the Timeshare Industry», *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 48(1), pp. 28-45.
- Staley, H. (1999), «Feasibility study's rule-of-thumb withstands test of time», *Hotel and Motel Management*, 214(3), p. 10.
- Strickland, T. (1999), «Extracting Overall Capitalization Rates from the Market: A review of Basic Considerations», *Assessment Journal*, September/October, pp. 17-21.
- TEGoVA – The European Group of Valuers' Associations (2016), *European Valuation Standards*, 8^a ed.
- Toman, A. (2006), «Hotel lending by European commercial banks: Survey results», *Journal of Retail & Leisure Property*, 5(2), pp. 134-147.
- Turkel, S. (1997), «A fresh look at feasibility studies», *Lodging Hospitality*, 53(1), p. 16.
- Tutag, R., Singh, A. (2011), «Current Trends in Non-Performing Hotel Loan Investments: Overview, Market Opportunities, Challenges, and Investment Strategies», *The Journal of Hospitality Financial Management*, 19(1), pp. 1-25.

- Wang, K., Grissom, T.V., Chan, S.H. (1990), «The Functional Relationship and Use of Going-in and Going-out Capitalization Rates», *The Journal of Real Estate Research*, 2(5), pp. 231-245.
- West, A., Purvis, E. (1992), «Hotel Design: The Need to Develop a Strategic Approach», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 4(1), pp. 15-22.
- Wheaton, W., Rossoff, L. (1998), «The cyclic behaviour of the U.S. lodging industry», *Real Estate Economics*, 26(1), pp. 67-82.
- Wincott, D. (1991), «Terminal capitalisation rates and reasonableness», *Appraisal Journal*, 59(2), pp. 253-260.
- Wincott, D., Hoover, K.A., Grissom, T.V. (1996), «Capitalization Rates, Discount Rates and Reasonableness», *Real Estate Issues*, 21(2), pp. 11 e ss.
- Wolff, C. (1996), «Welcome to the extended-stay frontier», *Lodging Hospitality*, 52(5), p. 24.
- World Tourism Organization (2015), *Hotel Classification Systems: Recurrence of criteria in 4 and 5 star hotels*, Madrid, UNWTO.
- Wurtzbach, C.H., Miles, M.E. (1987), *Modern Real Estate*, 3^a ed., New York (NY), Wiley.
- Wyatt, P. (2013), *Property Valuation*, 2^a ed., New York (NY), Wiley-Blackwell.

Leading Management – SDA Bocconi School of Management

Della stessa collana

A. Bhimani, A. Caglio, A. Ditillo, M. Morelli, *Performance management. Controllo di gestione: modelli e strumenti per competere oggi*

A. Biffi (a cura di), *Project based enterprise. Pensare e agire per progetti*

A. Montefusco, *Change management. Le regole per il governo del cambiamento*

A. Carù, B. Cova, *Marketing e competenze dei consumatori. L'approccio al mercato nel dopo-crisi*

F. Ancarani (a cura di), *Marketing & Sales Excellence. Come trasformare competenze di marketing in performance di successo*

G. Corbetta, F. Visconti, *Gli imprenditori. Il valore dei fatti*

R. Secchi, *Supply Chain Management e Made in Italy. Lezioni da nove casi di eccellenza*

M. Aielli, *Contenere i costi. Una via per crescere senza rinunce*

E. Baglieri, E. Zambolin, *Industrializzare i servizi. La convergenza tra fabbrica e teatro*

S. Cuomo, A. Mapelli (a cura di), *La flessibilità paga. Perché misurare i risultati e non il tempo*

P. Pasini (a cura di), *Information Technology in azienda. Modelli di management*

M. Morelli, L. Zoni, *Innovare i sistemi di controllo. Affrontare la crisi e sostenere la crescita*

G. Bagnato (a cura di), *Fare selezione. Esperienza e metodo nella scelta delle persone*

E. Valdani, A. Arbore, *Strategie e giochi competitivi. Gestire il presente, immaginare il futuro*

G.B. Pirotti, M. Venzin, *Resilience. Sette principi per una gestione aziendale sana e prudente*

B. Manzoni, M. Raffaglio (a cura di), *HR management. Far crescere le persone per far crescere il business*

A. Mandelli, C. Accoto, *Social Mobile Marketing. Il marketing nell'era dell'ubiquitous Internet, della sharing economy e dei big data*

S. Basaglia, C. Paolino, *Clima aziendale. Crescere dando voce alle persone*

M.A. Sisti, P. Guenzi, P. Caiozzo, *Gestire le vendite. L'eccellenza nel sales management*

V. Fiorillo, *Il futuro del biologico. Modello di sviluppo per l'agroalimentare*

M. Magni, F. Pennarola (a cura di), *Responsible Leadership. Creare benessere, sviluppo e performance a lungo termine*

R. Lewicki, B. Barry, D. Saunders, *Negoziazione. Strategie, strumenti, best practice*, ed. italiana a cura di L. Caporarello

L. Leone, *Improvvisazione e creatività. Nuove competenze di management dai grandi cuochi*

L. Caporarello, M. Magni, *Team management. Come gestire e migliorare il lavoro di squadra*

V. Vecchi, V. Leone, *Partnership pubblico privato. Una guida manageriale, finanziaria, giuridica*

M.A. Vinzia, R. Mazzoni, *Finanza per la crescita internazionale. La gestione dei rischi e il finanziamento delle attività all'estero*

A. Cugini, A. Dossi, L. Ghezzi, G.B. Derchi, *Strategia, azioni, misure. Modelli di successo di performance management per le imprese italiane*

I. D'Amato, *La filiera del vero. Contraffazione e autenticità dei prodotti Made in Italy*

M. Bettucci, I. D'Amato, A. Perego, E. Pozzoli, *Omnicanalità. Assicurare continuità all'esperienza del cliente*

A. Dell'Acqua, *Debt management. Pianificare e gestire le scelte di indebitamento aziendale*

S. Cuomo, M. Raffaglio (a cura di), *Essere leader al femminile. Costruire nuovi modi di fare impresa*

A. Mandelli, *Big data marketing. Creare valore nella platform economy con dati, intelligenza artificiale e IoT*

- F. Pippo, G.F. Delfino, *Moda e lusso in ascesa. Dinamiche competitive e strategie finanziarie*
- G. Morri, P. Benedetto, *Valutazione immobiliare. Metodologie e casi*
- M. Sampietro, *Project management. Un approccio integrato a metodologie e comportamenti*
- F.A. Saviozzi, *Fare impresa. Dall'identificazione delle nuove opportunità alla gestione di nuovi business*
- G.B. Pirotti, *Il cibo di domani. La crescita del contenuto di servizio nel food & beverage*
- P. Almiento, *Marketing immobiliare. Metodi e strumenti per il successo nel real estate*
- R. Ippolito, L.L. Etro, *Private capital. Principi e pratiche di private equity e private debt*
- A. Lanza, *Creare valore per i clienti business. Le nuove dinamiche competitive nei mercati B2B*
- D. Alberti, I. Pinucci, *Strategia di carriera. Guida alla gestione della crescita professionale*
- V. Vecchi, V. Leone, *Creare partnership pubblico privato. Policy, contratti e metodologie*
- E. Prandelli, G. Verona, *Human Digital Enterprise. Creare e co-creare valore in un contesto omnidata*
- A. Caglio, A. Ditillo, M. Morelli, *Misurare e gestire le performance. Strumenti e modelli per monitorare i risultati*
- S. Caselli, G. Gabbi, *Il credito e la crescita. Banche e finanza per le imprese*

