

# 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'impresa 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 vogliano 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 mutate 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](http://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.