

# 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 – affermatasi 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 Attività<sup>1</sup>. Definiti *trade related property*<sup>2</sup>, essi presentano alcune caratteristiche analoghe agli altri immobili Commerciali Fungibili, ma si differenziano per il fatto che il prezzo per l'uso

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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*<sup>3</sup> 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,

---

<sup>3</sup> *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)<sup>4</sup>.

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)<sup>5</sup>, 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.

---

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

<sup>5</sup> 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 CRE<sup>6</sup>. 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 stessi<sup>7</sup>.

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

---

<sup>6</sup> 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).

<sup>7</sup> 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 investimento<sup>8</sup>.

## 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 soggetti<sup>9</sup>, 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*);

---

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> 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 volatilità<sup>10</sup>, 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 Rate<sup>11</sup> 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 macroeconomiche<sup>12</sup>, alle quali si associano fattori contingenti sia al luogo in cui l'impresa opera, sia a particolari intervalli temporali.

---

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> 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.

<sup>12</sup> 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 complesso<sup>13</sup>.

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 domanda<sup>14</sup>.

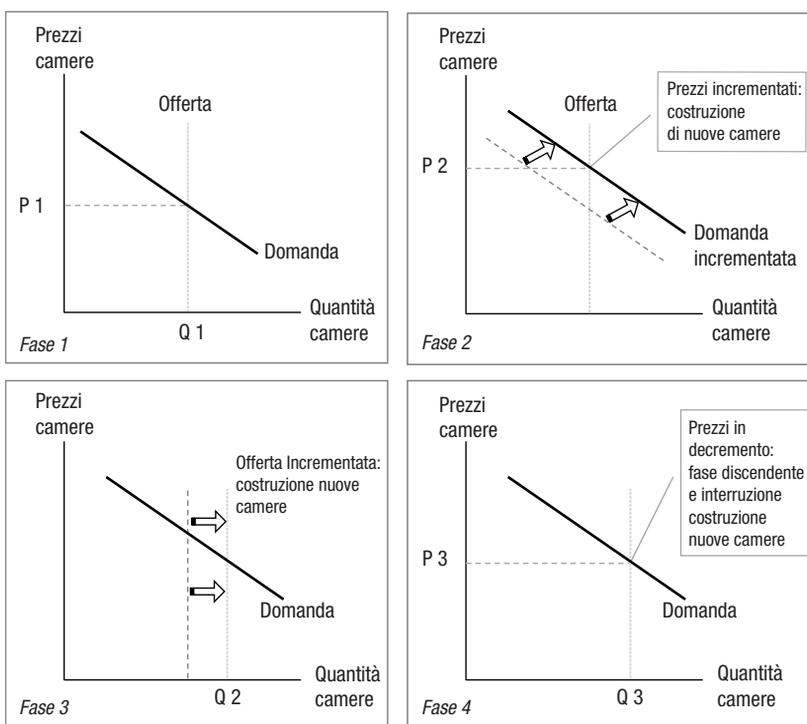
Tale condizione comporta che, all'incremento della domanda alberghiera, si manifesti un progressivo incremento dell'offerta alberghiera, mediante la costruzione di nuovi immobili ricettivi che possano soddisfare l'aumentata domanda. Queste dinamiche di ciclicità si riflettono sull'andamento delle performance 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).

---

<sup>13</sup> 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).

<sup>14</sup> 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 descritto<sup>15</sup>.

### 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'investimento<sup>16</sup>. 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 diversi<sup>17</sup>, le destinazioni considerate principali racchiudono in

---

<sup>15</sup> 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).

<sup>16</sup> Su tale argomento si veda Corgel (2002).

<sup>17</sup> 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 internazionali<sup>18</sup>. 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.

<sup>18</sup> 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.

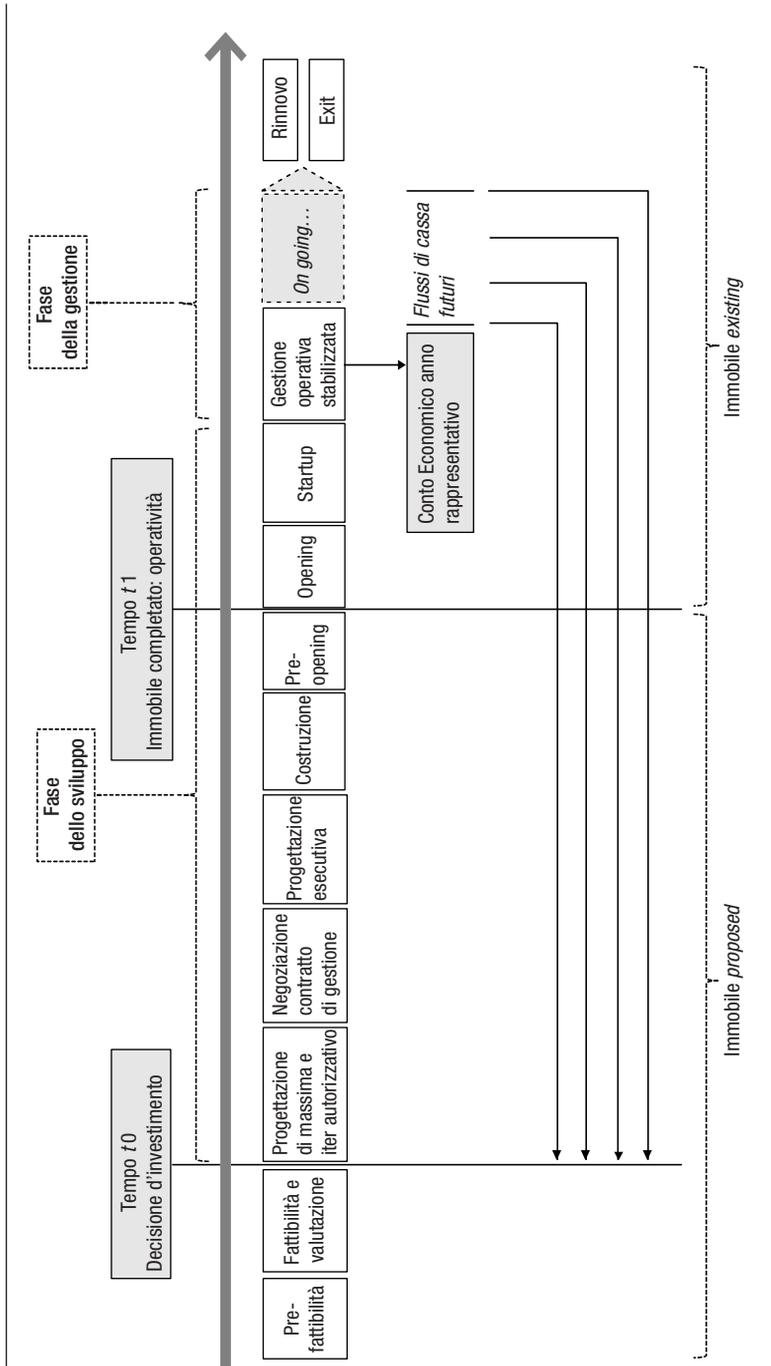
Graficamente, si può rappresentare tale processo mediante il diagramma in Figura 1.2.

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*<sup>19</sup>, si

---

<sup>19</sup> 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. *negoziazione 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 alberghiera<sup>20</sup>, 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;

---

<sup>20</sup> 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 strategia<sup>21</sup>. 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.

---

<sup>21</sup>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 mercato<sup>22</sup>.

*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.

---

<sup>22</sup> 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 Cinquanta<sup>23</sup>. 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 architetti<sup>24</sup>, l'affermazione sempre più forte di criteri di economicità gestionale, di performance economiche e finanziarie dei progetti di sviluppo immobi-

---

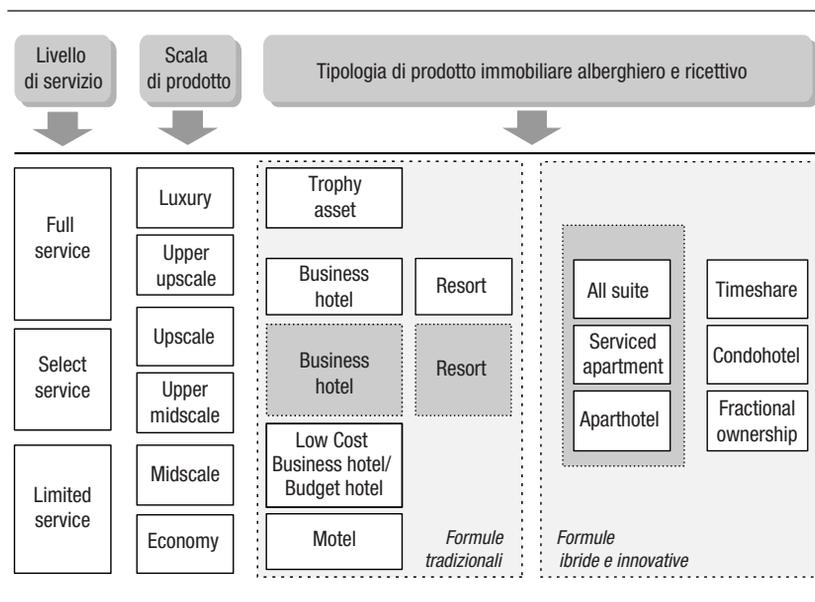
<sup>23</sup> Tale fenomeno è descritto in maniera esaustiva nel testo di Slattery (2012). In particolare, l'autore ha descritto la crescita e lo sviluppo del settore alberghiero, su diversi mercati internazionali, nelle diverse epoche storiche del XX secolo. La diffusione delle catene alberghiere, avvenuta 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.

<sup>24</sup> 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 individuati<sup>25</sup>. Procedendo a tratteggiare tali tipologie, si possono distinguere due macro-formule di

<sup>25</sup> 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 costruite<sup>26</sup>. 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 finali<sup>27</sup>. Esempi di tali tipi di immobili in Italia sono

---

<sup>26</sup> 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.

<sup>27</sup> 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 Belmond<sup>28</sup>.

#### 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*<sup>29</sup> 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.

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

<sup>29</sup> 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 approfondita<sup>30</sup> nel tempo, comporta una serie di benefici in capo all'utilizzatore, non limitati alla sola sfera finanziaria<sup>31</sup>. 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-

---

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

<sup>31</sup> 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 parcellizzata<sup>32</sup>. 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 paesi<sup>33</sup>, 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

---

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

<sup>33</sup> 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*<sup>34</sup>. 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.

---

<sup>34</sup> *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.