

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA
"TOR VERGATA"**



FACOLTA' DI ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN BANCA E FINANZA

XXII CICLO

LA SELEZIONE DEGLI INVESTIMENTI IMMOBILIARI NEL SETTORE

ALBERGHIERO

LUCA SPINELLI

Docente Guida/Tutor: Prof. Claudio Giannotti

Coordinatore: Prof. Alessandro Carretta

Anno Accademico 2009/2010

*“...ma s’ io avessi previsto tutto questo,
dati causa e pretesto,
forse farei lo stesso...”*

Francesco Guccini, “L’avvelenata”, 1976

Indice

1. Introduzione.....	4
2. Review della letteratura.....	8
2.1 Le strategie di diversificazione nel settore alberghiero.....	8
2.1.1 La diversificazione per area geografica	9
2.1.2 La diversificazione settoriale	12
2.2 Le misure di performance.....	16
3. Analisi empirica.....	22
3.1 Il campione	22
3.2 Metodologia.....	27
3.2.1 Diversificazione di portafoglio e frontiera efficiente.....	27
3.2.2 Regressione lineare.....	33
3.3 Risultati.....	36
3.3.1 Le frontiere efficienti non vincolate.....	36
3.3.2 Le frontiere efficienti vincolate.....	42
3.3.3 Risultati regressione lineare	49
4. Conclusioni.....	58
Bibliografia.....	61
Ringraziamenti	71

1. Introduzione

Il settore alberghiero ha conosciuto negli ultimi anni uno sviluppo significativo soprattutto in alcune economie, come l'Italia, in cui il movimento ha dimostrato quasi sempre una crescente capacità di produrre risultati positivi (Jones Lang Lasalle Hotels, 2009).

E' altresì vero che l'industria immobiliare è caratterizzata da un'alta eterogeneità delle dinamiche di performance in base alle diverse tipologie e localizzazione dei singoli asset (Viezer, 2000) ed il mercato alberghiero in questo non fa eccezione. In letteratura un criterio unico per definire le modalità con cui migliorare un portafoglio in base alla segmentazione settoriale (vedi Hartzell, 1986) e/o geografica (vedi ad esempio Mueller e Ziering, 1992) non è ancora disponibile. Relativamente all'analisi di portafogli di investimento, gli studi presentati hanno invece considerato i benefici derivanti dall'inclusione di tali asset all'interno del portafoglio di investimenti mobiliari di un investitore istituzionale (Quan, Li e Sehgal, 2002) e hanno valutato le caratteristiche distintive di tali asset rispetto all'andamento generale del mercato immobiliare (Firstenberg, Ross e Zisler, 1988) evidenziando le caratteristiche distintive dei cicli immobiliari di tale segmento (Corgel, 2005). L'analisi dell'impatto delle caratteristiche geo-settoriali sulla performance dell'investimento dovrebbe essere fatta

guardando alle correlazioni tra i risultati ottenuti da differenti tipologie di asset alberghieri e scomponendo la performance usando procedure più complesse che ottengano come risultato quello di diminuire l'influenza dai cicli immobiliari (Lee e Devaney, 2007). Gli studi sulle diverse tipologie di asset alberghieri si sono limitati allo studio della correlazione tra le loro performance (Jang e Yu, 2002) e non esistono lavori che abbiano indagato nello specifico il settore al fine di definire linee guida per la definizione del numero minimo/massimo di alberghi da includere in un portafoglio e/o sui criteri da adottare nella composizione di quest'ultimo.

La presente tesi cerca di colmare questa lacuna e di capire se la diversificazione ottenuta attraverso criteri geo-settoriali possa portare benefici concreti nel comparto alberghiero applicando due metodologie diverse (da una parte la diversificazione di portafoglio – Markowitz – e dall'altra una regressione lineare). Prendendo dunque spunto da alcuni lavori che hanno applicato l'approccio proposto da Markowitz agli investimenti immobiliari al fine di identificare la composizione ottimale di un portafoglio (tra gli altri Friedman, 1971), il contributo analizza i vantaggi e i limiti derivanti dalla diversificazione del rischio per gli investimenti nel settore alberghiero considerando le potenzialità della frontiera efficiente per la misurazione dell'impatto della diversificazione su un portafoglio di immobili destinati

unicamente ad uso alberghiero. Lo studio dei benefici/costi della diversificazione completa, quindi, l'analisi delle performance degli investimenti realizzati da investitori istituzionali nel settore alberghiero fornendo indicazioni utili per la definizione dei criteri di costruzione un portafoglio di alberghi che massimizzi il risultato derivante dall'investimento e/o minimizzi la loro esposizione al rischio. Dall'altro lato usando un modello proposto da Heaston e Rouwenhorst (1994) la tesi analizza il ruolo dei fattori geo-settoriali nell'industria alberghiera italiana (uno dei mercati turistici più importanti al mondo) e dimostra come il fattore geografico sia la variabile più determinante..

Il lavoro presenta una review della letteratura sul tema delle strategie di diversificazione geo-settoriali negli investimenti alberghieri evidenziando le principali motivazioni presentate per giustificare la differenza dei risultati conseguiti da immobili con destinazione d'uso differente e/o ubicati in aree geografiche differenti (paragrafo 2.1) ed identifica le caratteristiche e le metodologie di costruzione delle principali misure di performance nel settore alberghiero (paragrafo 2.2). Nella verifica empirica, dopo aver presentato le caratteristiche del campione rispetto ai dati aggregati relativi al mercato italiano (paragrafo 3.1), vengono identificate le metodologie di indagine in funzione delle caratteristiche e dei limiti dei dati disponibili (paragrafo 3.2.1 e 3.2.3) e sono presentati i risultati

relativi a portafogli di investimenti costruiti con e senza vincoli di diversificazione minima (rispettivamente paragrafi 3.3.1 e 3.3.2) e i risultati ottenuti applicando una regressione lineare (paragrafo 3.3.3). Nell'ultimo paragrafo infine sono presentate alcune brevi conclusioni e le implicazioni per gli investitori istituzionali specializzati nel settore alberghiero (paragrafo 4).

I risultati ottenuti dalla verifica empirica su uno dei mercati più importanti a livello mondiale (Italia)¹ dimostrano come la composizione di un portafoglio ottimale di investimenti alberghieri differisca significativamente in funzione della presenza o meno di vincoli di diversificazione. Il sacrificio collegato alla riduzione del rendimento per unità di rischio assunto può essere ritenuto accettabile anche in funzione della maggiore persistenza dei risultati che caratterizza i portafogli costruiti utilizzando vincoli di diversificazione visto che la distanza media dei portafogli identificati in passato rispetto alla frontiera efficiente corrente risulta più ridotta. Inoltre l'applicazione della regressione lineare dimostra come siano le caratteristiche geografiche più significative di altre variabili, sempre in relazione alla performance della struttura.

¹ Per alcune informazioni relative ai risultati alle performance dei principali centri turistici italiani rispetto alle altre realtà internazionali si veda tra gli altri Deloitte, 2008.

2. Review della letteratura

2.1 Le strategie di diversificazione nel settore alberghiero

La determinazione dell'esposizione collegata al singolo specifico investimento immobiliare è solitamente complessa e presuppone la disponibilità di dati dettagliati sulla performance attesa dell'immobile da utilizzare nella costruzione di modelli di previsione più o meno complessi (Porzio e Sampagnaro, 2007). L'assenza di tali informazioni in fase di pianificazione dell'investimento rende necessario l'utilizzo di dati alternativi che solitamente sono rappresentati dai risultati conseguiti in passato da investimenti con caratteristiche simili.

Gli studi sul mercato alberghiero hanno dimostrato come le performance delle diverse strutture siano molto eterogenee tra loro e che considerare solamente il trend nazionale come indicatore per l'intero mercato potrebbe essere fuorviante (Gallagher e Mansour, 2000). La segmentazione geo-settoriale rappresenta il principio generale per la diversificazione di un portafoglio di investimenti anche nel mercato immobiliare essendo le dinamiche degli immobili con stessa destinazione d'uso e ubicati in aree simili collegate tra loro (McMahan, 1981). Nel prosieguo del paragrafo vengono esaminati nel dettaglio i presupposti alla base della diversificazione geo-

settoriale per il settore alberghiero evidenziando i fattori che possono interessare in modo differente hotel ubicati in aree geografiche differenti (par 2.1.1) e/o che offrono servizi di qualità differente (paragrafo 2.1.2).

2.1.1 La diversificazione per area geografica

L'analisi dell'area geografica di appartenenza dei singoli investimenti alberghieri può risultare utile al fine di valutare la loro esposizione verso fattori di rischio caratterizzanti dell'area esaminata se si ritiene che le caratteristiche geografiche influenzino la performance della struttura. I principali fattori locali identificati in letteratura sono riconducibili alle seguenti categorie (Strano, 2006):

- clima;
- politica;
- moda;
- andamento economia;
- stagionalità.

Soprattutto con riferimento ad alcuni segmenti di clientela e ad alcune tipologie di alberghi, la domanda può essere fortemente influenzata dalla variabile climatica essendo l'utilità per il cliente in parte collegata alla coerenza delle condizioni

climatiche rispetto alle sue aspettative. In tale contesto un temporaneo o persistente mutamento climatico che interessa l'area geografica in cui è ubicato l'hotel può determinare la scelta dei potenziali clienti di rivolgersi verso altre destinazioni non caratterizzate dallo stesso problema (Aall e Hoyer, 2005).

Le caratteristiche del Paese in cui è ubicato l'immobile possono influenzare sia i rischi che i risultati derivanti dalla gestione dell'albergo. L'instabilità politica e i problemi sociali possono, infatti, complicare ulteriormente la gestione dell'investimento aumentando il grado di aleatorietà dei profitti e impedendo una chiara valutazione delle regole di contesto in cui il gestore è chiamato ad operare (Poirer, 1997). In contesti di efficiente funzionamento delle istituzioni la situazione può cambiare radicalmente poiché lo Stato può avere convenienza ad adottare politiche favorevoli allo sviluppo del settore e, di conseguenza, è possibile che gli interventi preventivati riducano il rischio dell'investimento e/o aumentino i margini di profitto dell'attività (Hall, 1998)

La domanda degli hotel ubicati in una determinata area può essere influenzata da componenti irrazionali, la moda, che determinano variazioni anomale e inattese nella redditività dell'investimento (Crouch, 1995). Tale atteggiamento irrazionale del mercato può determinare in particolari anni la preferenza dell'utilizzatore medio verso alcune destinazioni

e/o tipologie di strutture e, di conseguenza, modificare le prospettive di profitto per gli hotel in funzione della coerenza delle loro caratteristiche con la nuova domanda di mercato (Seaton, 1996).

La domanda del servizio offerto alla clientela è strettamente collegata all'andamento dell'economia in generale e dell'area specifica in cui è ubicato l'hotel e le prospettive di profitto legate all'attività alberghiera risultano sensibili al cambiamento delle condizioni di contesto. Tale relazione può essere più o meno stringente all'interno della stessa nazione in funzione delle caratteristiche socio-economiche della popolazione servita dall'hotel (Canina e Carvell, 2005) e può risultare distorta soprattutto nel caso in cui il peso della clientela internazionale sia non trascurabile (Cho, 2001).

La stagionalità del servizio è legata soprattutto alla clientela retail per la quale la domanda del servizio, per motivi climatici o istituzionali, può modificarsi nei diversi periodi dell'anno. La componente climatica dipende, principalmente, dalle condizioni atmosferiche/meteorologiche (temperatura, grado e natura delle precipitazioni, etc...) mentre la componente istituzionale dipende da alcune regole sociali che interessano i potenziali clienti e possono influenzare la domanda del servizio (le festività religiose, i periodi di ferie, etc...) (Butler, 2001). L'offerta di servizi alla clientela business può permettere di ridurre questo rischio di stagionalità essendo la

domanda di hotel per eventi (convegni, conferenze, etc...) solitamente concentrata in periodi dell'anno in cui gli alberghi sono scarsamente richiesti dalle clientela retail (Pechlaner, Zeni e Raich, 2007).

2.1.2 La diversificazione settoriale

L'industria alberghiera si caratterizza per una forte differenziazione del tipo di servizio offerto che determina, di conseguenza, la possibilità di servire clientela con caratteristiche differenti utilizzando anche diverse politiche di pricing del servizio. Gli aspetti considerati nella classificazione settoriale portano solitamente a distinguere gli immobili in funzione di:

- la qualità del servizio offerto;
- la tipologia di clientela servita.

Il mercato alberghiero si caratterizza per una forte segmentazione della domanda in funzione delle attese del potenziale cliente e, di conseguenza, la spesa media ritenuta adeguata per il potenziale fruitore del servizio (Baum e Haveman, 1997) e le dinamiche dei prezzi applicati ai clienti, a parità di area geografica di riferimento, possono essere influenzate in modo significativo (Baum e Metzias, 1992). La

differenziazione per qualità del servizio offerto risulta rilevante anche relativamente alla struttura dei costi essendo gli oneri legati al soddisfacimento della domanda differenti in funzione del grado di complessità del servizio offerto (Younes e Kett, 2007). A livello internazionale si sono diffusi modelli standardizzati (ad esempio gli star rating) che definiscono le linee guida per la classificazione dei diversi hotel in funzione della tipologia di servizi offerti (Dann, 2003) e permettono di segnalare con un indicatore di facile comunicazione la fascia di clientela a cui è rivolto il servizio (Wang, 2003). Nella classificazione degli hotel sulla base della qualità dei servizi offerti sono disponibili alcune linee guida generali per attribuire il numero di stelle all'hotel ma non esiste una regola puntuale per stabilire la relazione tra le caratteristiche di ciascun servizio offerto e il giudizio finale espresso sull'hotel (Parrilla, Font e Nadal, 2007). In tali ranking esiste un notevole grado di discrezionalità nell'attribuzione del giudizio finale che può determinare differenze nel significato attribuito nei singoli Paesi al numero di stelle e, nel caso di più soggetti responsabili all'interno di un Paese dell'attribuzione dei rating, non è raro che si registrino giudizi non coerenti emessi da organizzazioni differenti sullo stesso albergo (Briggs, Sutherland, e Drummond, 2007).

La classificazione basata sulla tipologia di clientela servita si fonda sulla presenza di differenze nelle dinamiche relative al

tasso di occupazione, nella durata del periodo di occupazione, nelle politiche di pricing e nel rischio di overbooking tra la clientela business e quella retail (Baker e Collier, 1999).

Il cliente business addebita i costi del servizio in capo alla società di appartenenza e, di conseguenza, è più interessato alla qualità del servizio ottenuto rispetto al prezzo pagato (Vinod, 2004). Le altre caratteristiche ricorrenti sono la prenotazione per un numero consecutivo di notti piuttosto ridotto (solitamente una notte) concentrata perlopiù nei giorni centrali della settimana (Wheaterford, 1995) e una dinamica dei prezzi molto eterogenea nel caso dei gruppi in funzione della natura del rapporto tra il gestore dell'hotel e la società organizzatrice dell'evento (Steed e Gu, 2005).

Nel segmento retail si mantiene, invece, la coincidenza tra il soggetto che paga il servizio e il fruitore e la corretta gestione della clientela richiede la valutazione del livello di soddisfazione del cliente in funzione del rapporto tra prezzo pagato e servizi offerti (Noone, Kimes e Renaghan, 2003). Le caratteristiche più ricorrenti di tale segmento sono identificabili nella domanda concentrata soprattutto nei week-end che prevede spesso notti consecutive nello stesso albergo (Choi e Mattila, 2004) e, anche nel caso di gruppi, la significativa sensibilità rispetto al prezzo applicato che può determinare l'incapacità di valorizzare correttamente la qualità del servizio offerto (Lewis e Shoemaker, 1997) e/o l'incentivo

ad utilizzare canali internet per confrontare le offerte disponibili per hotel con caratteristiche similari erodendo, in parte, i possibili margini di profitto per la struttura (O'Connor, 2003).

La classificazione della clientela in funzione del segmento servito anche se utile per la previsione delle dinamiche di reddito collegate all'albergo non è facilmente realizzabile. Anche se è possibile identificare, soprattutto nel mercato italiano, alcune tipologie di hotel (B&B e hotel di piccole dimensioni con standard qualitativi scarsi) che sono destinate quasi esclusivamente a clientela privata (Monente, Pozzana e Ballanti, 2007), gli alberghi con standard qualitativi medio-alti ubicati in città rilevanti dal punto di vista economico offrono servizi in grado di soddisfare sia la clientela business che retail e risulta, quindi, difficile costruire un campione eterogeneo in termini di clienti serviti.

2.2 Le misure di performance

Il mercato mondiale degli alberghi si caratterizza per una forte eterogeneità in termini di dimensioni, numero e caratteristiche della unità produttrici di reddito per il gestore (Jones Lang Lasalle Hotels, 2009). La valutazione dei profitti legati all'attività alberghiera viene, quindi, solitamente normalizzata rapportandola al numero di unità produttrici di reddito per l'albergo in modo da calcolare un indicatore che sia utile anche per confrontare alberghi di dimensioni differenti. L'attenzione viene solitamente concentrata sul core-business dell'hotel escludendo dall'analisi il ricavo legato ad alcuni servizi opzionali forniti alla clientela (ristorante, SPA, etc...) essendo le entrate collegate all'affitto della camera la componente di ricavo più rilevante per l'albergo (Ganchev, 2000).

Una prima misura proposta in letteratura è rappresentata dal totale dei ricavi per stanza locata e rappresenta un indicatore efficace per valutare la capacità dell'hotel di massimizzare il risultato economico derivante dalle unità locate (Liberatore, 2001). In formule:

$${}_{t_0} RevPOR_{t_1} = \frac{1}{h} \sum_{i=0}^h \sum_{t=t_0}^{t_1} Revenues_{it} \quad (1)$$

dove:

${}_{t_0} RevPOR_{t_1}$ = Ricavi conseguiti per il periodo compreso tra t_0 e t_1 per unità locata;

h = numero di stanze locate nel periodo considerato;

$Revenues_{it}$ = ricavi derivanti dalla locazione della stanza i -esima nel periodo t -esimo.

Il risultato ottenuto da tale indicatore dipende dal numero di camere locate e dal prezzo applicato per la singola stanza ed è possibile che il gestore massimizzi il valore dell'indicatore applicando prezzi particolarmente elevati disinteressandosi dell'impatto che può avere tale scelta sulla domanda del servizio e, quindi, sul tasso di occupazione delle stanze.

Una soluzione alternativa e molto diffusa proposta in letteratura per la valutazione dei ricavi collegati all'attività è rappresentata dai ricavi per camera disponibile (Enz e Canina, 2002). In formule:

$${}_{t_0} RevPAR_{t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=0}^h \sum_{t=t_0}^{t_1} Revenues_{it} \quad (2)$$

dove:

${}_{t_0} RevPAR_{t_1}$ = Ricavi conseguiti per il periodo compreso tra t_0 e t_1 per unità disponibile;

h = numero di stanze locate nel periodo considerato;

n = totale delle stanze disponibili;

$Revenues_{it}$ = ricavi derivanti dalla locazione della stanza i -esima nel periodo t -esimo.

Il valore assunto dall'indicatore (2) risulterà sempre inferiore (o al massimo uguale) al valore del RevPOR essendo tale indicatore il prodotto dell'indicatore (1) per il tasso di occupazione delle camere registrato nel periodo, ossia per il rapporto tra il numero di stanze locate (h) e il totale di quelle disponibili (n).

Affinché l'indicatore mantenga la sua utilità per effettuare confronti tra investimenti differenti è necessario che sia calcolato sempre sullo stesso orizzonte temporale (solitamente anno o mese) senza escludere gli eventuali sottoperiodi di chiusura della struttura (Ismail, Dalbor e Mills, 2002) e considerando il numero totale delle stanze indipendentemente dalla realizzazione di eventuali interventi di manutenzione che rendono alcune stanze temporaneamente inagibili (Slattery, 2002).

L'indicatore (2) rappresenta una buona stima della capacità dell'albergo di collocare le stanze ai prezzi più elevati e di competere sul mercato ma non rappresenta una stima corretta della capacità del gestore dell'hotel di massimizzare il risultato

conseguito non essendo presente nell'indicatore alcuna voce relativa ai costi sostenuti per conseguire un tale risultato.

I costi legati ad una struttura alberghiera si caratterizzano per la compresenza di costi fissi legati alla costruzione dell'immobile e delle strutture dedicate all'offerta dei servizi ai clienti e di alcuni costi variabili che si modificano in funzione del tasso di occupazione delle camere disponibili (Gu, 1997). Analizzando il rapporto tra la somma dei costi fissi e semi-fissi e quelli variabili è possibile evidenziare come il peso della componente variabile sia significativamente ridotto (Di Peter e Lockwood, 2002). Altre informazioni sulla struttura dei costi devono essere ricercati direttamente nei dati di bilancio del singolo albergo perché al modificarsi della dimensione dell'albergo può cambiare sostanzialmente l'organizzazione interna del lavoro e, di conseguenza, l'efficienza produttiva e possono variare i costi legati all'offerta del servizio (Brown e Dev, 2000).

Gli indicatori più completi proposti per la valutazione del risultato prodotto al netto dei costi sostenuti sono solitamente anche essi normalizzati rispetto al numero di stanze disponibili (Brown e Dev, 1999). In formule:

$${}_{t_0}GOPPAR_{t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=0}^n \sum_{t=t_0}^{t_1} (Revenues_{it} - Costs_{it}) \quad (3)$$

dove:

${}_{t_0}GOPPAR_{t_1}$ = profitto lordo conseguito per il periodo compreso tra t_0 e t_1 per unità disponibile;

n = totale delle stanze disponibili;

$Revenues_{it}$ = ricavi derivanti dalla locazione della stanza i -esima nel periodo t -esimo.

$Costs_{it}$ = costi (fissi, semifissi e variabili) relativi alla stanza i -esima disponibile nel periodo t -esimo.

L'applicazione di tale approccio permette di valutare in modo più completo il risultato economico dell'investimento ma introduce ulteriori gradi di arbitrarietà legati alla stima dei costi da considerare nella formula.

I lavori relativi alle analisi di bilancio di alberghi e hotel hanno evidenziato come, in funzione della forte variabilità della domanda di servizi, la valutazione del risultato economico dell'albergo possa essere realizzato soltanto se si dispone di una contabilità interna dettagliata che permetta di determinare l'entità dei costi che risultano collegati al tasso di occupazione delle camere (Gigli, 2003). Introducendo la disaggregazione dei costi in fissi e variabili, il valutatore deve però effettuare alcune assunzioni su alcune voci di costo (ad esempio il personale) per le quali in letteratura non esiste

un'interpretazione univoca in merito alla loro natura (Modica, 2004).

Il problema principale relativo alla costruzione di misure di performance netta attiene, inoltre, la disponibilità di dataset di informazioni sufficientemente completo da attribuire alla singola stanza non solo i costi variabili ma anche la quota di costi fissi di pertinenza e, solitamente, la soluzione scelta dal valutatore è fortemente vincolata dalla disponibilità dei dati (Pellinen, 2003).

3. Analisi empirica

3.1 Il campione

L'analisi ha preso in considerazione il mercato italiano raccogliendo le informazioni relative agli alberghi presenti sul territorio da Associazione Italiana Catene Alberghiere (AICA)². Confrontando il campione disponibile con i dati relativi al mercato italiano nel suo complesso si evidenzia che in termini di individui censiti la copertura dei dati disponibili è piuttosto limitata (soprattutto per gli alberghi di qualità inferiore o uguale a 3 stelle) ma in funzione del fatturato generato dagli alberghi considerati è possibile ritenerlo sufficientemente rappresentativo (Tabella 1).

² Per maggiori dettagli sugli alberghi aderenti ad AICA si rinvia al sito internet dell'associazione www.aica-italia.it.

Tabella 1. La rilevanza del campione indagato

		AICA	Italia	Rapporto AICA / Italia
Numero alberghi	Totale	265	33,768	0.80%
	*****	25	254	9.84%
	****	204	3950	5.16%
	***	36	17038	0.21%
	**	0	7718	0.00%
	*	0	4808	0.00%
Fatturato totale		1,462,728,638.63	22,638,470,580.00	6.46%
Fatturato per unità alberghiera		5,519,730.71	686,014.26	804.61%
Fatturato per camera		35,271.97	22,549.02	156.42%

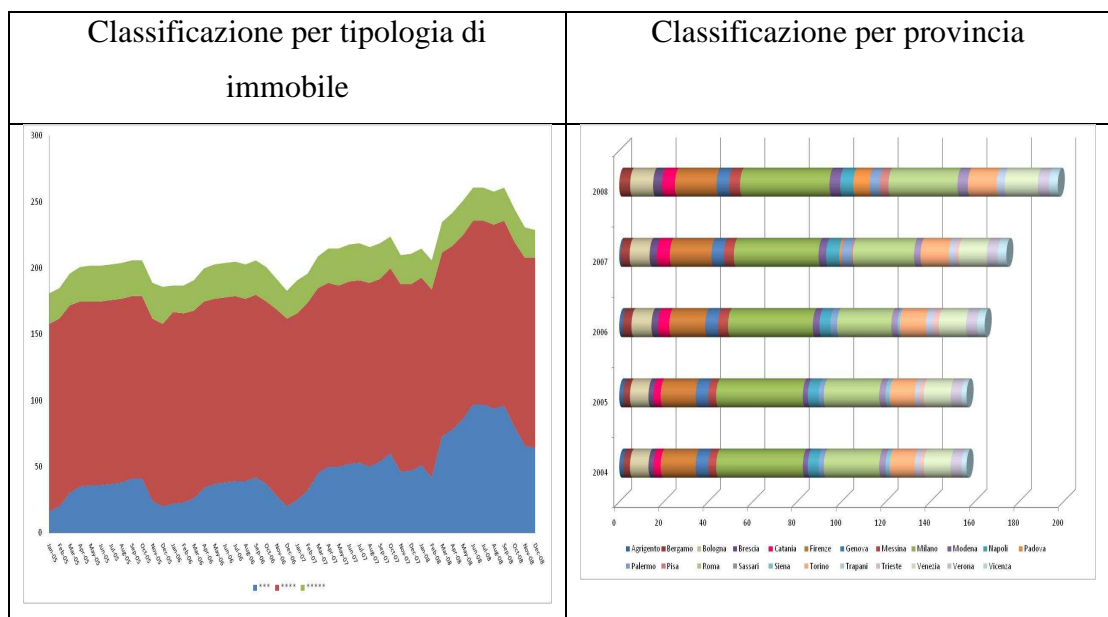
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA e dati Databank (2007).

La dimensione del campione è variabile nel tempo essendo la disponibilità delle informazioni per AICA legata alla scelta dei singoli membri di fornire o meno informazioni all'associazione di categoria per la redazione delle statistiche del settore.

Relativamente alle caratteristiche qualitative del campione, esso comprende soltanto le strutture alberghiere (non sono considerati B&B, villaggi vacanze, etc...) e presenta una

buona copertura geografica delle principali regioni e province italiane (Grafico 1).

Grafico 1. La composizione del campione per tipologia di immobile e area geografica



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

Al fine di valutare i vantaggi derivanti dalla diversificazione del portafoglio di investimento, le singole strutture sono state aggregate in gruppi omogenei in funzione della provincia di riferimento e della qualità del servizio offerto.

I dati relativi al ricavo medio per camera disponibile mensile, al tasso di occupazione mensile e alla media annuale dei costi sono stati forniti da AICA preservando l'anonimato degli associati a cui facevano riferimento i dati.

La contabilità interna delle singole strutture alberghiere non è stata resa disponibile dalle singole associate AICA e i dati relativi ai costi sostenuti per l'erogazione del servizio sono stati, quindi, estrapolati direttamente dal bilancio aggregato redatto periodicamente dall'associazione (Tabella 2).

Tabella 2. Le informazioni disponibili sulla struttura dei costi

Voce di costo presente in bilancio	Tipologia costo	Anni in cui l'informazione è disponibile				
		2004*	2005	2006	2007	2008**
Consumi materie prime	Variabile	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Spese per servizi	Variabile	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Spese per il godimento di beni di terzi	Variabile	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Oneri diversi di gestione	Variabile	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Costi del personale	Semi-fisso	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Ammortamenti e svalutazione	Fisso	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Accantonamenti	Fisso	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Note:						
* I dati su "Spese per godimento e servizi" e i dati su "Oneri diversi di gestione" per il 2004 sono presentati insieme alla macrocategoria "Spese per servizi"						
** I dati relativi al 2008 non sono disponibili perché i bilanci ufficiali non sono stati ancora pubblicati. Tali informazione sono state sostituite con stime fatte sulla base del trend registrato negli ultimi 4 anni						

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

Al fine di uniformare le voci di costo disponibili con le voci di ricavo è stato calcolato l'equivalente giornaliero del totale dei costi sostenuti dall'albergo nei singoli anni esaminati. Le singole voci di costo sono state poi classificate nella categoria fissa o variabile è stata realizzata tentando di identificare la

loro sensibilità rispetto domanda del servizio (Graham e Harris, 1999).

In funzione dei dati disponibili è stato scelto di utilizzare la segmentazione dei costi in fissi e variabili imputando i costi fissi alle diverse categorie di alberghi in funzione della dimensione della struttura predisposto mentre quelli variabili sono stati imputati soltanto in proporzione del tasso di occupazione delle camere. L'ipotesi sottostante tale criterio di attribuzione dei costi è che la componente variabile possa essere liberamente gestite dall'albergo definendo la quantità del servizio in funzione della domanda della stanza. Per il costo del personale si è ritenuto utile considerarlo come un costo semi-fisso perché se è vero che il personale assunto non può essere modificato durante la stagione è anche vero che se l'hotel ha pianificato di non essere aperto durante un determinato periodo dell'anno può far ricorso a contratti stagionali in modo da minimizzare tale voce di costo (Ball, 1989).

3.2 Metodologia

3.2.1 Diversificazione di portafoglio e frontiera efficiente

La scelta delle migliori opportunità di investimento nel settore alberghiero è stata analizzata utilizzando dapprima un approccio finanziario standard per la valutazione degli investimenti finanziari, la frontiera efficiente (Markowitz, 1952).

Al fine di costruire il dataset di informazioni necessario per la verifica empirica sono stati raccolti i dati di REVPAR mensili relativi alle singole province e alle diverse categorie di alberghi e i dati annuali sulla struttura dei costi degli alberghi (trasformati in equivalente giornaliero per renderli coerenti con le voci di ricavo utilizzate). Sulla base della qualità delle informazioni disponibili, è stata calcolata una misura di GOPPAR per ciascun mese con la seguente formula:

$$GOPPAR_j^{rs} = \frac{1}{n} \sum_{i=0}^n \sum_{t=t_0}^{t_1} (Revenues_{it}^{rs} - Costs_{it}^{rs}) =_{t_0} REVPAR_{t_1}^{rs} -_{t_0} \overline{FCPAR}_{t_1-t_0}^s \overline{PFCPAR}_{t_1 \times t_0}^s Season_{t_1-t_0} \overline{VCPOR}_{t_1}^s \quad (4)$$

dove:

$GOPPAR_j$ = profitto netto conseguito per il mese j (mese che parte dalla data t_0 a t_1) per camera disponibile;

n = totale delle stanze disponibili;

$Revenues_{it}$ = ricavi derivanti dalla locazione della stanza i-esima nel periodo t-esimo;

$Costs_{it}$ = costi legati alla disponibilità della stanza i-esima nel periodo t-esimo;

${}_{t_0}RevPAR_{t_1}^{rs}$ = ricavi medi giornalieri per camera disponibile per il mese t_0 - t_1 per gli alberghi di una determinata categoria in una determinata provincia;

${}_{t_0}\overline{FCPAR}_{t_1}^s$ = media costi fissi giornalieri per stanza disponibile degli alberghi di categoria s ricavati dal dato annuale del bilancio aggregato delle associate AICA;

${}_{t_0}\overline{PFCPAR}_{t_1}^s$ = media dei costi semi-fissi giornalieri per stanza disponibile degli alberghi di categoria s ricavati dal dato annuale del bilancio aggregato delle associate AICA;

${}_{t_0}\overline{VCPOR}_{t_1}^s$ = media dei costi variabili giornalieri per stanza locata degli alberghi di categoria s rilevata dal dato annuale del bilancio aggregato delle associate AICA;

${}_{t_0}Season_{t_1}^{rs}$ == variabile dummy che assume valore 1 solo se nel mese t_0 - t_1 l'albergo ha svolto normalmente la sua attività.

Identificata una misura di profitto netta per i singoli mesi si è proceduto a calcolare su un orizzonte temporale annuale il GOPPAR medio e la deviazione standard dei GOPPAR

mensili per gli alberghi di una determinata categoria ubicati in una particolare provincia. In formule:

$$E(GOPPAR)_{yearly}^{rs} = \frac{1}{12} \sum_{j=1}^{12} GOPPAR_j^{rs} \quad (5)$$

$$\sigma(GOPPAR)_{yearly}^{rs} = \frac{1}{12} \sqrt{\sum_{j=1}^{12} [GOPPAR_j^{rs} - E(GOPPAR)_{yearly}^{rs}]^2} \quad (6)$$

Identificate le sue misure di rendimento medio e di rischio dell'investimento sono state costruite per ciascun anno le rispettive frontiere efficienti in modo da misurare i vantaggi in termini di *trade-off* rendimento-rischio derivanti dalla costruzione dei portafogli diversificati rispetto all'investimento concentrato in un'unica *asset class* e per valutare le caratteristiche dei portafogli sulla frontiera al fine di determinare il peso relativo dei singoli investimenti.

L'analisi è stata ripetuta anno per anno in modo da verificare se nel corso dei 5 anni considerati (2004-2008) si siano modificate le caratteristiche delle diverse *asset class* alberghiere e per valutare, attraverso un'analisi di persistenza, se le strategie di investimento realizzate all'anno $t-n$ rappresentino la soluzione migliore di investimento solo sull'orizzonte annuale oppure se tale strategia rappresenti una buona soluzione anche su orizzonti temporali più lunghi in cui non è possibile effettuare ribilanciamenti di portafoglio al termine dell'anno. Tale verifica risulta particolarmente

interessante per gli investimenti alberghieri, e più in generale per qualsiasi investimento immobiliare diretto, poiché l'assunzione di poter modificare la strategia di investimento nel breve periodo risulta molto meno ragionevole rispetto alla stessa ipotesi effettuata nel caso di investimenti mobiliari (Seiler, Webb e Myer, 1999). Al fine di studiare la persistenza dei risultati nel tempo sono stati ricostruiti i risultati che sarebbero stati conseguiti dai portafogli sulla frontiera per anni successivi rispetto a quello della stima ed è stato calcolato il differenziale tra il rendimento e rischio di tali nuovi portafogli e i portafogli che sono inseriti nella frontiera efficiente costruita sull'anno esaminato. Tale differenziale in termini di media e di deviazione standard del GOPPAR è stato sintetizzato in una misura di distanza classica tra i punti sulla frontiera dell'anno e gli equivalenti che erano stati identificati nell'anno/negli anni precedenti.

In formule per ciascun portafoglio:

$$d_t(P_t^*, P_{t-i}^*) = \sqrt{\left(E(GOPPAR)_t^{P_t^*} - E(GOPPAR)_t^{P_{t-i}^*}\right)^2 + \left(\sigma(GOPPAR)_t^{P_t^*} - \sigma(GOPPAR)_t^{P_{t-i}^*}\right)^2} \quad (7)$$

dove:

$d_t(P_t^*, P_{t-i}^*)$ = distanza tra i portafogli sulla frontiera identificati al tempo t e al tempo t-i;

$E(GOPPAR)_t^{P_{t-i}^*} =$ GOPPAR medio per l'anno t dei portafogli sulla frontiera identificati all'istante t-i ($i \in [0,4]$);

$\sigma(GOPPAR)_t^{P_{t-i}^*} =$ GOPPAR medio per l'anno t dei portafogli sulla frontiera identificati all'istante t-i ($i \in [0,4]$).

Tali dati sono poi stati sintetizzati con l'utilizzo di alcune statistiche descrittive per valutare la persistenza media, massima e minima di tutti i portafogli considerati.

L'ultima indagine realizzata ha preso in considerazione la possibilità di imporre vincoli di concentrazione massima sul portafoglio al fine di valutare se la scelta di aumentare il livello di diversificazione attraverso la definizione ex-ante di vincoli influenzi in modo significativo il profilo di rendimento e rischio dell'investimento e se gli eventuali benefici / danni derivanti dai vincoli di diversificazione siano più o meno bilanciati da una minore / maggiore persistenza dei risultati. Analizzando i dati sugli investitori istituzionali presenti in Italia e specializzati nel settore alberghiero è possibile evidenziare che il livello di concentrazione, misurato come il reciproco del numero di *asset* in portafoglio, non è mai superiore al 50%³. L'analisi dell'impatto dei vincoli di

³ Gli investitori istituzionali italiani specializzati nel settore alberghiero a Dicembre 2007 sono il fondo Delta (FIMIT SGR), fondo Baglioni (Sorgente SGR), fondo Hospitality and Leisure (Pirelli RE SGR), fondo Cosimo I (Castello SGR), fondo Real Venice (Est Capital SGR), fondo H1 (Beni Stabili SGR) e il fondo Italian business hotel (BNP Paribas SGR).

diversificazione è stata realizzata considerando frontiere efficienti con vincoli di concentrazione differenti (tra 0% e 50%) e utilizzando il calcolo integrale per definire la diminuzione delle opportunità di investimento disponibili a seguito della imposizione di vincoli di maggiore diversificazione.

In formule:

$$\int_{\min \sigma(GOPPAR)}^{\max \sigma(GOPPAR)} EF_{constrained} \partial(\sigma(GOPPAR)) \quad (8)$$

Definita l'area per i differenti livelli di vincolo imposto è stato valutato il sacrificio in termini di trade-off rendimento-rischio legato all'imposizione di tale condizione nella costruzione della frontiera efficiente attraverso un confronto tra le aree sottese alle diverse curve attraverso lo studio del numero di singoli investimenti alberghieri che non risultano più dominati a seguito dell'imposizione del vincolo di concentrazione massima. Lo studio delle caratteristiche delle frontiere con vincoli è stato completato replicando l'analisi di persistenza proposta per la frontiera senza vincoli al fine di valutare se la scelta di imporre vincoli determini effetti non solo sul profilo rendimento/rischio dei portafogli sulla frontiera ma anche sulla persistenza dei risultati nel tempo.

3.2.2 Regressione lineare

Partendo dalla formula (4), che evidenzia la scomposizione del GOPPAR su base mensile, si possono ottenere dei risultati aggregati per hotel e considerare dunque congiuntamente tutte le strutture della stessa categoria e localizzate nella stessa area geografica per definire una misura di GOPPAR medio per ogni settore e per ogni provincia analizzata nel campione. Una volta identificata una misura di profitto netto mensile, la formula può essere scomposta in quattro fattori: quello nazionale, quello settoriale, quello geografico ed un fattore di disturbo specifico di ogni proprietà immobiliare (Gabrielli e Lee, 2009). L'analisi è stata realizzata utilizzando il metodo dei minimi quadrati (regressione lineare) e facendo per ogni mese una regressione *cross-sectional* basata sulla formula seguente⁴:

$$GOPPAR_j^{rs} = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i DS_i^{rs} + \sum_{k=1}^n \gamma_k DG_k^{rs} + \varepsilon_i \quad (9)$$

dove:

$GOPPAR_j^{rs}$ = profitto netto per camera disponibile conseguito per il mese j per un hotel della sth categoria localizzato nella rth area geografica;

α = il rendimento relativo al mercato;

⁴ Giannotti C., Mattarocci G. e Spinelli L.,(2010) "The role of portfolio diversification in the hotel industry: evidence from the Italian market", Euromed Journal of Business Research, in corso di pubblicazione.

β = il rendimento relativo al fattore settoriale i ($i=1, \dots, m$)

DS_i^{rs} = variabile dummy che assume valore 1 nel caso l'hotel analizzato fosse del settore s e 0 in tutti gli altri casi;

γ = il rendimento relativo all'area geografica k ($k=1, \dots, n$)

DG_k^{rs} = variabile dummy che assume valore 1 nel caso l'hotel analizzato fosse nella città r e 0 in tutti gli altri casi ;

ε_i = fattore di disturbo specifico di ogni proprietà immobiliare.

Per una perfetta multi-collinearità tra le variabili indipendenti (Heaston e Rouwenhorst, 1994), i seguenti vincoli sono stati applicati per stimare:

$$\sum_{s=1}^p \sum_{r=1}^o \sum_{i=1}^m \beta_i DS_i^{rs} = 0 \tag{10a}$$

e

$$\sum_{s=1}^p \sum_{r=1}^o \sum_{k=1}^n \gamma_k DG_k^{rs} = 0 \tag{10b}$$

Dunque la variabile α presente nell'equazione (9) rappresenta il rendimento di un portafoglio di hotels italiani ugualmente pesati contro il quale vengono misurati gli effetti prodotti da un'analisi regionale e settoriale.

Seguendo Rouwenhorst (1999), una prima analisi del ruolo di ogni fattore è realizzata guardando al valore medio assoluto

del coefficiente stimato per il settore e l'area geografica. Questo studio è prodotto considerando alcune statistiche annuali e guardando al trend mensile in relazione con le dinamiche particolari di ciascun fattore. Infine l'impatto delle differenti tipologie di dummies sull'idoneità del modello è analizzato considerando i modelli semplificati che includono solamente la variabile settoriale o geografica. In formule:

$$\begin{aligned}
 GOPPAR_j^{rs} &= \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i DS_i^{rs} + \varepsilon_i \\
 \text{s.t.} & \\
 \sum_{s=1}^p \sum_{r=1}^o \sum_{i=1}^m \gamma_i DG_i^{rs} &= 0
 \end{aligned}
 \tag{11a}$$

e

$$\begin{aligned}
 GOPPAR_j^{rs} &= \alpha + \sum_{k=1}^n \gamma_k DG_k^{rs} + \varepsilon_i \\
 \text{s.t.} & \\
 \sum_{s=1}^p \sum_{r=1}^o \sum_{k=1}^n \beta_k DS_k^{rs} &= 0
 \end{aligned}
 \tag{11b}$$

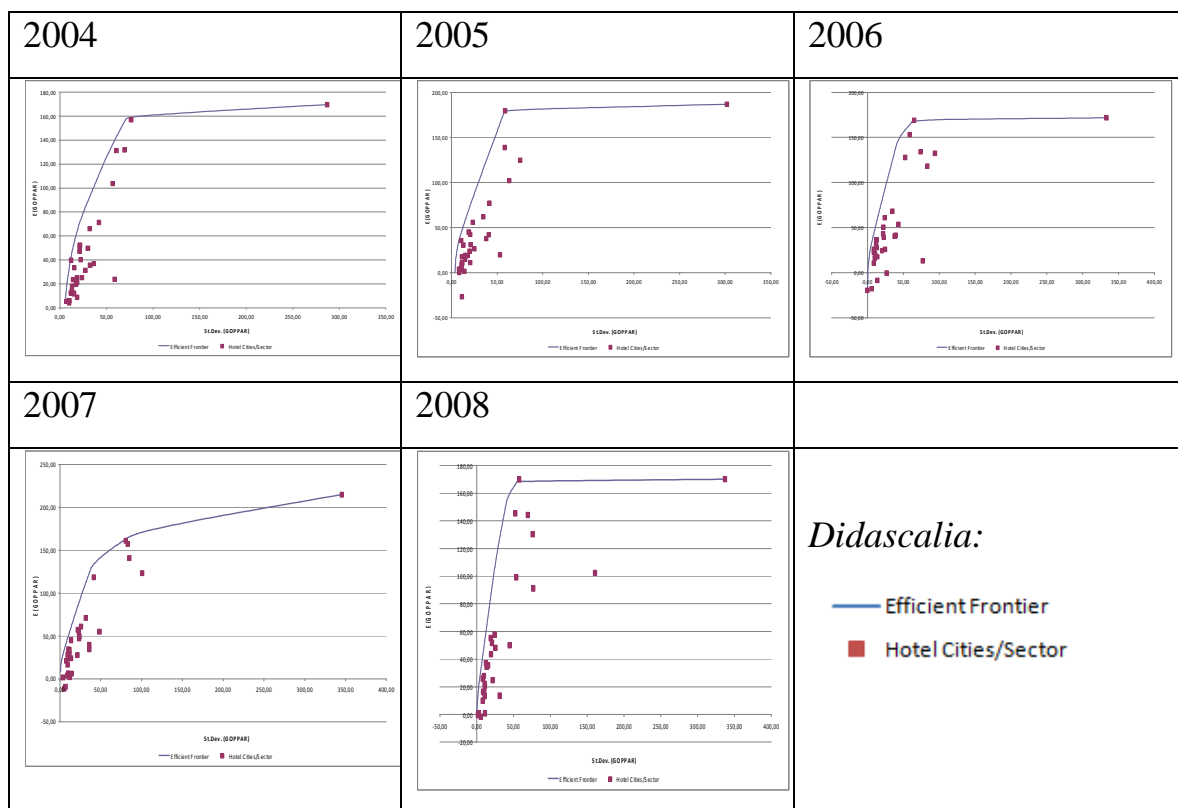
La differente rilevanza delle due variabili dummies è valutata considerando l'idoneità del modello stesso e comparando il loro impatto sul R^2 corretto stimato per ogni modello e per ogni orizzonte temporale considerato (Beckers e al., 1996).

3.3 Risultati

3.3.1 Le frontiere efficienti non vincolate

Attraverso una struttura standard di ottimizzazione è stata costruita la frontiera efficiente relativa agli investimenti immobiliari a partire dai dati relativi alla media e alla deviazione standard del GOPPAR per i singoli anni oggetto di osservazione. Nell'utilizzo dell'ottimizzatore si è richiesto all'elaboratore di delineare la frontiera efficiente identificando 100 portafogli rappresentativi (Grafico 2).

Grafico 2. Le frontiere efficienti non vincolate per gli investimenti alberghieri



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

L'analisi delle frontiere efficienti relative ai 5 anni esaminati evidenzia la presenza di un asset che si caratterizza per presentare il massimo livello medio e deviazione standard e si posiziona, di conseguenza, all'estremo della frontiera. Tale investimento è rappresentato nel 2004-2005 dalle strutture alberghiere Sassari - 3 stelle mentre nel periodo 2006-2008 identifica le strutture alberghiere Sassari - 5 stelle. La provincia di Sassari rappresenta, quindi, la provincia che

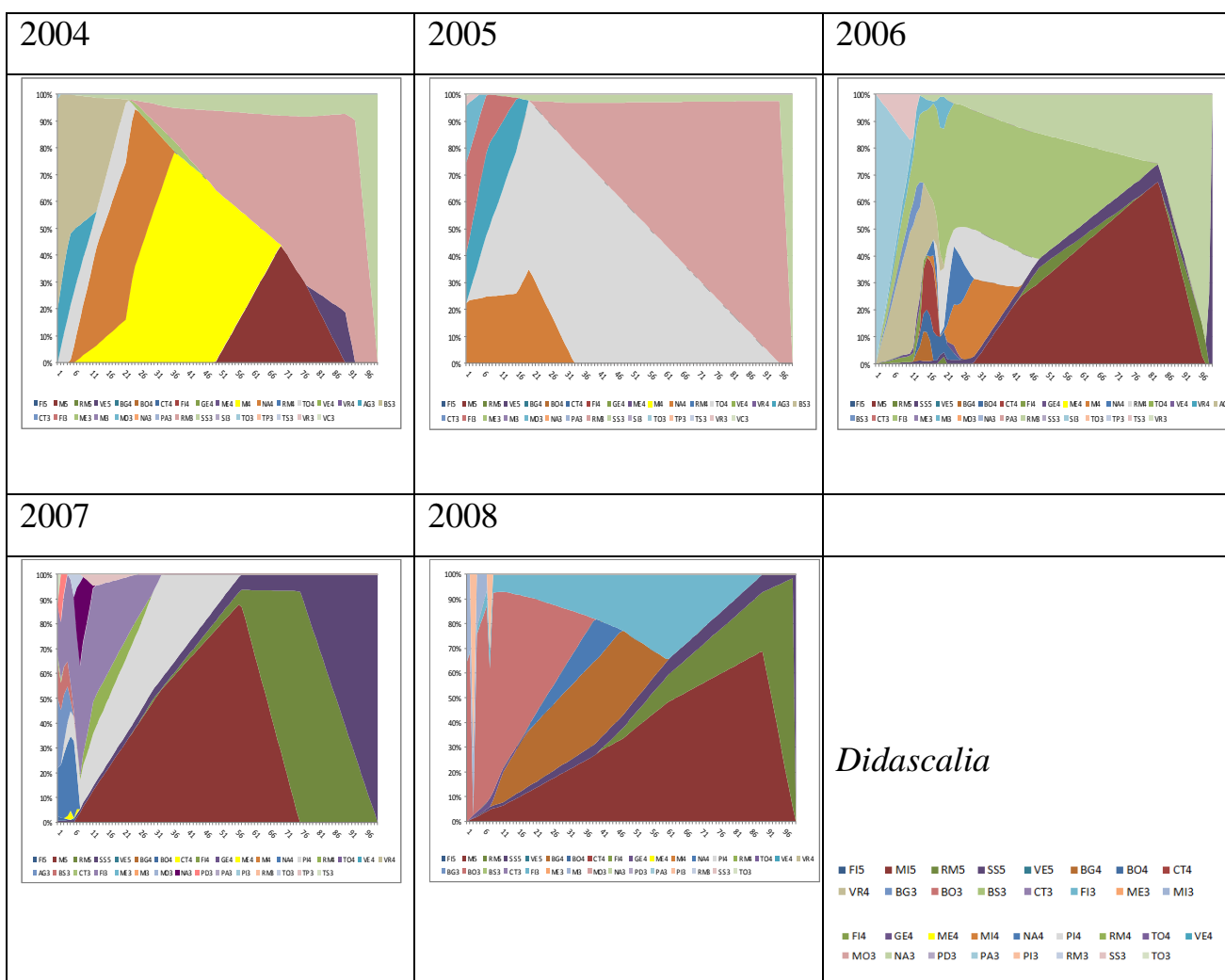
garantisce maggiori margini di profitto all'interno del campione anche se la stagionalità delle strutture determina un forte rischio di tale investimento⁵.

Gli alberghi che, invece, hanno un trade-off rendimento-rischio più bilanciato e si pongono comunque in prossimità della frontiera efficiente sono nei primi anni analizzati categorie alberghiere di qualità più basse ma situate in città molto importanti (Roma – 3 Stelle e Milano / Torino – 4 Stelle) mentre negli anni successivi gli hotel che si trovano in prossimità della frontiera efficiente sono alberghi ad elevato standing (quasi tutti cinque stelle) nelle maggiori città italiane (Roma, Milano, Venezia e Firenze).

L'analisi della frontiera efficiente ha poi preso in esame la composizione dei 100 portafogli sulla base dei quali è stato costruito il grafico precedente al fine di identificare quale fosse il ruolo delle singole asset class attribuito dall'ottimizzatore per selezionare le migliori combinazioni di investimenti disponibili (Grafico 3).

⁵ La provincia di Sassari nel periodo esaminato comprendeva anche l'attuale provincia di Olbia-Tempio e le strutture 5 stelle che negli ultimi tre anni hanno determinato risultati particolarmente buoni sono legati essenzialmente alla zona di Porto-Cervo.

Grafico 3. La composizione dei portafogli sulle frontiere efficienti



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

I portafogli inseriti nella frontiera efficiente nei diversi anni presentano caratteristiche molto eterogenee nei diversi anni sia in termini di numero medio di asset inclusi in portafoglio sia in termini di caratteristiche dei singoli alberghi considerati.

Nel primo biennio (2004-2005) i portafogli si caratterizzano per la presenza di un numero molto ridotto di asset (meno di dieci tipologie di alberghi) mentre negli altri anni (e soprattutto nel 2006) i portafogli costruiti presentano un livello di frammentazione maggiore.

Relativamente alle tipologie di immobili si può affermare in generale che gli alberghi 3 stelle non ricoprono un ruolo marginale all'interno dei portafogli della frontiera soprattutto per alcune città (Roma, Milano e Napoli) e per alcune zone a turismo altamente stagionale (Sassari e Catania). La composizione degli alberghi 3 stelle nei portafogli efficienti non risulta inoltre stabile nel tempo perché, ad esempio, nel 2004-2005 le categorie di alberghi 3 stelle sono soprattutto ubicati a Sassari e Roma mentre negli anni successivi tali tipologie di immobili tendono a sparire.

Particolarmente interessante è il risultato relativo ad alcuni alberghi 5 stelle ubicati in città di elevato interesse turistico come Venezia e Firenze. Il risultato ottenuto è in parte collegato alle ipotesi fatte nell'attribuzione dei costi fissi e variabili per gli alberghi 5 stelle che attribuendo in tutte le città costi proporzionali al numero di stanze e al tasso di occupazione probabilmente sovrastima l'entità dei costi sostenuti dalle strutture che ragionevolmente possono essere ritenuti significativamente inferiori rispetto ai costi di altre

città in cui sono presenti alberghi 5 stelle come Roma e Milano.

La performance dei portafogli sulla frontiera efficiente risulta scarsamente persistente nel tempo essendo i livelli di rendimento e di rischio conseguiti a t dai portafogli efficienti stimati a $t-n$ non sono comparabili con i rendimenti collegati ai portafogli nella frontiera costruita all'anno t (Tabella 3).

Tabella 3. Misure di distanza sul rendimento e rischio dei portafogli efficienti costruiti negli anni precedenti rispetto alla nuova frontiera efficiente

Distanza media rispetto a portafogli efficienti					Dev. St distanza rispetto a portafogli efficienti				
	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008
2004	7.96	27.00	90.14	20.79	2004	15.74	33.28	97.72	25.86
2005	-	25.80	105.28	30.68	2005	-	31.04	94.24	26.05
2006	-	-	79.64	13.34	2006	-	-	76.84	12.98
2007	-	-	-	65.03	2007	-	-	-	59.10
Distanza massima rispetto a portafogli efficienti					Distanza minima rispetto a portafogli efficienti				
	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008
2004	97.54	301.32	406.82	188.82	2004	0.00	8.12	4.06	3.82
2005	-	301.32	406.82	188.82	2005	-	4.92	2.96	5.51
2006	-	-	328.29	62.17	2006	-	-	0.00	0.00
2007	-	-	-	268.83	2007	-	-	-	0.00

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA

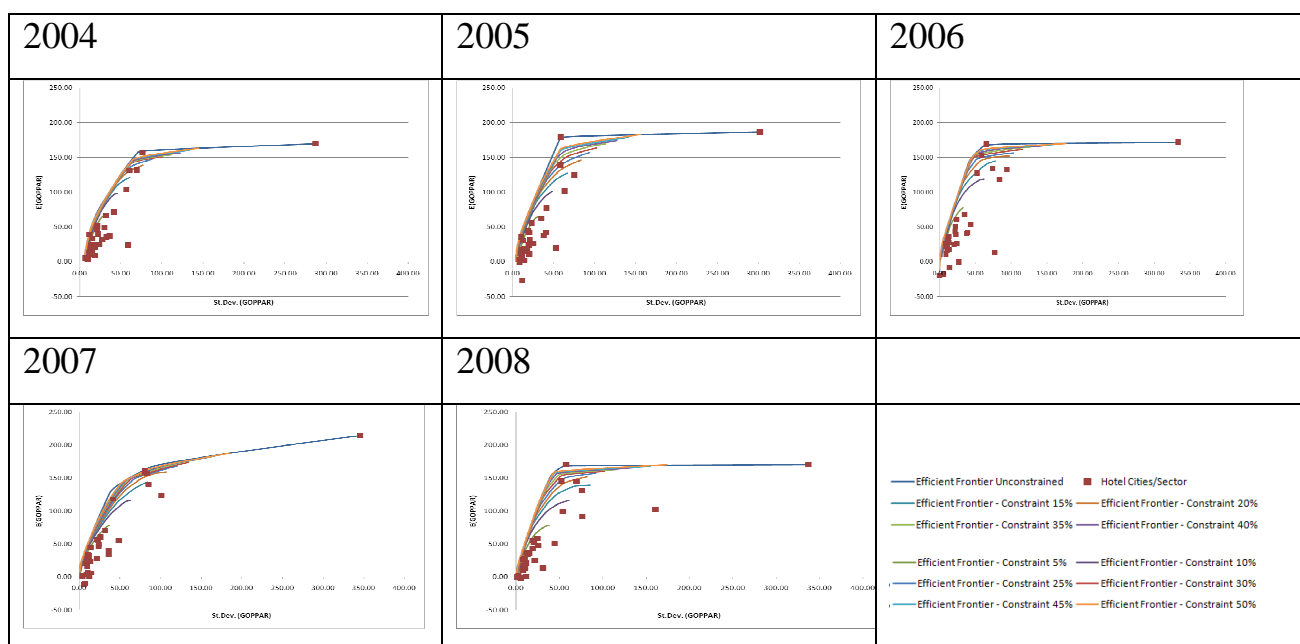
Le statistiche presentate evidenziano che nel 2005 e nel 2006, in termini di valori medi, la soluzione di utilizzare i portafogli costruiti nell'anno o negli anni precedenti per costruire il

proprio portafoglio di investimento rappresenti una soluzione ragionevole mentre nel 2007 le dinamiche di rendimento e rischio degli alberghi non risultano coerenti con quanti rilevato in precedenza. L'analisi del range di variazione (differenza tra distanza massima e minima) e della deviazione standard evidenzia, però, la forte variabilità di tale misura di distanza all'interno del campione ed evidenza, di conseguenza, i forti limiti di un approccio di costruzione di portafogli di investimento che assuma la persistenza dei risultati nel settore alberghiero.

3.3.2 Le frontiere efficienti vincolate

L'analisi dell'impatto dei vincoli di diversificazione sulla costruzione della frontiera è stata realizzata considerando vincoli sulla quota delle risorse disponibili investite nella singola tipologia di albergo, intesa come l'insieme degli alberghi ubicati nella stessa area geografica e offerenti qualità di servizio comparabili (n° di stelle della struttura), compresa tra il 5% e il 50% del totale (Grafico 4).

Grafico 4. L'impatto dei vincoli di concentrazione sulle frontiere efficienti



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

La semplice analisi dei grafici relativi alle diverse frontiere efficienti dimostra differenze significative tra i risultati conseguibili con e senza vincoli soprattutto per i portafogli costruiti con un vincolo di concentrazione al massimo al 15%-20% del totale. In tutti i contesti esaminati la soluzione priva di vincoli di composizione dei portafogli domina, infatti, le frontiere con vincolo e, in alcuni casi, la scelta di imporre vincoli particolarmente stringenti determina un trade-off rendimento-rischio significativamente peggiore rispetto alla

strategia di costruzione di portafogli concentrati in un'unica provincia o qualità della struttura (Tabella 4).

Tabella 4. Alcune statistiche sull'influenza dei vincoli di concentrazione sulla frontiera efficiente

		Vincoli di composizione					
		Nessuno	50%	45%	40%	35%	30%
2004	% inv. dominanti	-	3.03%	3.03%	3.03%	6.06%	6.06%
	Dev. St. Min	6.14	6.40	6.48	6.5705694	6.670449	6.777974
	Dev. St. Max	286.94	144.75	133.3616	122.32228	111.7386	99.80435
	Area	47503.98	18347.01	16353.74	14391.02	12546.8	10626.46
2005	% inv. dominanti	-	12.12%	15.15%	15.15%	15.15%	12.12%
	Dev. St. Min	3.94	3.9363433	3.936343	3.9363433	3.936343	3.954179
	Dev. St. Max	301.82	156.08566	141.5175	127.23647	113.351	102.5615
	Area	62588.18	23085.148	19980.53	16992.087	14137.25	11985.67
2006	% inv. dominanti	-	17.65%	17.65%	17.65%	20.59%	23.53%
	Dev. St. Min	0.00	0.27	0.30	0.33	0.36	0.40
	Dev. St. Max	333.16	176.74	160.67	144.84	129.36	115.58
	Area	82401.04	28448.10	24791.40	21246.80	17907.53	15275.40
2007	% inv. dominanti	-	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%
	Dev. St.	0.80	0.7953841	0.795384	0.7953841	0.795384	0.795384

	Min						
	Dev. St.						
	Max	345.55	185.60455	172.673	160.00126	147.6561	134.0576
	Area	62164.20	28011.121	25330.19	22814.018	20227.94	17556.37
2008	% inv. dominanti	-	2.70%	5.41%	8.11%	16.22%	21.62%
	Dev. St.						
	Min	0.00	0	0	0	0	0
	Dev. St.						
	Max	337.17	174.2243	154.4203	134.79697	115.4465	101.6382
	Area	94674.19	28781.089	24516.45	20171.996	15941.92	13108.6
		Vincoli di composizione					
		25%	20%	15%	10%	5%	
2004	% inv. dominanti	6.06%	15.15%	18.18	21.21	33.33%	
	Dev. St.						
	Min	6.917676	7.17212996	7.528557	8.583237	11.30626	
	Dev. St.						
	Max	87.76052	76.7259237	60.47532	45.33972	28.94056	
	Area	8662.628	6870.76273	4501.362	2573.357	869.1935	
2005	% inv. dominanti	15.15%	21.21%	24.24%	33.33%	42.42%	
	Dev. St.						
	Min	4.028655	4.31109865	4.806804	5.993672	9.385557	
	Dev. St.						
	Max	93.94184	83.545127	66.66523	48.06753	30.67013	
	Area	10247.85	8239.21614	5486.283	2920.735	998.4288	
2006	% inv. dominanti	29.41%	29.41%	35.29%	35.29%	44.12%	
	Dev. St.						
	Min	0.55	0.77	1.71	3.41	6.65	
	Dev. St.						
	Max	103.33	97.82	77.88	61.84	32.85	
	Area	12779.40	11406.12	7863.91	5057.89	1517.08	

2007	% inv. dominanti	8.33%	8.33%	16.67%	19.44%	25.00%
	Dev. St. Min	0.799254	0.8271273	1.079831	2.124371	5.214728
	Dev. St. Max	120.5631	107.20086	83.84157	63.08922	37.04297
	Area	14914.33	12241.549	8134.33	4888.698	1793.48
2008	% inv. dominanti	21.62%	21.62%	21.62%	29.73%	35.14%
	Dev. St. Min	0.364031	1.4682955	2.752083	4.241124	6.637106
	Dev. St. Max	91.30985	81.9795929	85.04064	60.97322	37.79339
	Area	10950.37	9056.36555	8792.567	4934.592	1882.157

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

Il sacrificio derivante dalla scelta di imporre vincoli di bilancio è misurabile attraverso lo studio dell'area sottostante alla frontiera efficiente che si riduce in modo significativo a seguito dell'imposizione di qualsiasi vincolo di costruzione del portafoglio riducendo i margini di scelta per la composizione del portafoglio. Per ciascun anno si registrano, infatti, riduzioni superiori al 54% nel caso di imposizione di vincoli di concentrazione del portafoglio del 50% e riduzioni di oltre il 97% nel caso di imposizione di vincoli diversificazione massima (concentrazione del portafoglio non superiore al 5%). La presenza di vincoli nella costruzione della frontiera efficiente determina, inoltre, l'impossibilità di definire composizioni di portafoglio ottimali che risultino sempre

dominanti rispetto alla scelta alternativa di concentrare l'investimento in un'unica tipologia di albergo. Nel dettaglio l'analisi dei dati evidenzia come l'imposizione di vincoli può determinare la costruzione di un set teorico di combinazioni ottimali che risulta dominato da un numero significativo di singole opportunità di investimenti (variabile tra il 3.03% per i portafogli composti nel 2004 con vincolo del 50% e il 44.12% per i portafogli composti nel 2006 con vincolo del 5%).

Tale sacrificio di performance è in parte bilanciato dalla maggiore persistenza che caratterizza i portafogli sulla frontiera la cui composizione non cambia in modo significativo nei vari anni soprattutto per i portafogli costruiti imposti vincoli di diversificazione più stringenti. L'analisi della distanza media tra i portafogli sulle frontiere stimate all'istante t rispetto ai risultati conseguiti dai portafogli ottimali costruiti negli anni passati conferma tale tesi (Tabella 5).

Tabella 5. Distanza media sul rendimento e rischio dei portafogli efficienti costruiti negli anni precedenti rispetto alla nuova frontiera efficiente utilizzando differenti vincoli di diversificazione

<i>Frontiera non vincolata</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 50%</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 45%</i>				
	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008
2004	7.96	27.00	90.14	20.79	2004	2.89	19.87	55.20	16.56	2004	2.84	18.20	50.57	14.52
2005	-	25.80	105.28	30.68	2005	-	19.22	64.52	22.81	2005	-	16.57	58.71	20.10
2006	-	-	79.64	13.34	2006	-	-	43.58	10.90	2006	-	-	40.89	10.01
2007	-	-	-	65.03	2007	-	-	-	29.51	2007	-	-	-	28.10
<i>Frontiera – Concentrazione max 40%</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 35%</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 30%</i>				
	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008
2004	2.82	16.74	45.90	12.64	2004	3.05	15.62	41.47	10.98	2004	2.91	14.64	36.24	9.93
2005	-	14.33	53.21	17.51	2005	-	12.85	47.97	15.08	2005	-	11.49	41.69	12.94
2006	-	-	37.79	9.06	2006	-	-	34.58	8.51	2006	-	-	30.64	8.03
2007	-	-	-	26.47	2007	-	-	-	24.59	2007	-	-	-	21.43
<i>Frontiera – Concentrazione max 25%</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 20%</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 15%</i>				
	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008
2004	2.51	13.10	31.19	9.27	2004	2.93	10.02	26.37	7.39	2004	1.87	10.55	23.49	7.80
2005	-	9.58	36.70	11.58	2005	-	8.39	31.72	10.28	2005	-	10.75	26.25	10.20
2006	-	-	26.21	7.42	2006	-	-	20.63	6.51	2006	-	-	12.69	4.23
2007	-	-	-	16.03	2007	-	-	-	8.95	2007	-	-	-	5.12
<i>Frontiera – Concentrazione max 10%</i>					<i>Frontiera – Concentrazione max 5%</i>									
	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008					
2004	2.30	10.10	17.12	8.96	2004	1.85	5.47	9.11	6.62					
2005	-	9.34	18.38	10.69	2005	-	4.68	8.85	6.74					
2006	-	-	7.34	5.42	2006	-	-	5.81	9.24					
2007	-	-	-	7.79	2007	-	-	-	5.91					

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

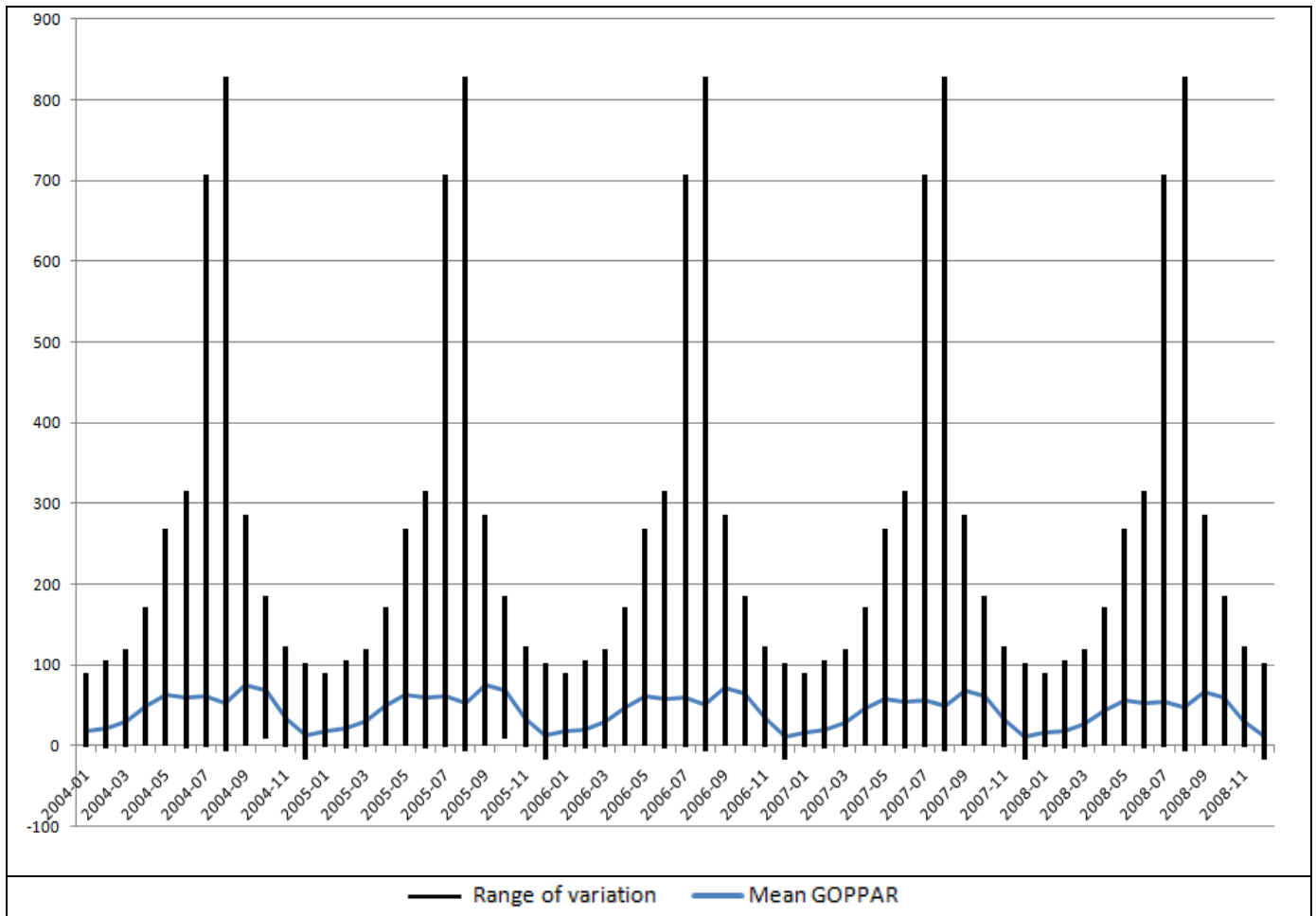
La scelta di imporre un vincolo di diversificazione maggiore determina una riduzione significativa della distanza tra la frontiera efficiente stimata all'istante t e il risultato in termini di rendimento e rischio al tempo dei portafogli identificati al tempo $t-i$. La definizione di vincoli non molto stringenti (50% del totale investito) determina infatti una riduzione media della distanza dalla frontiera di oltre il 35% mentre l'imposizione di vincoli molto più stringenti (5% massimo di concentrazione) può determinare una riduzione della distanza media dalla frontiera per alcune coppie di anni di oltre il 90%⁶.

3.3.3 Risultati regressione lineare

Il GOPPAR degli alberghi considerati nel campione ha una variabilità significativa durante tutto il periodo di tempo considerato (2004-2008), ma anche all'interno di ciascun mese ci sono importanti differenze tra gli hotels ubicati in differenti aree geografiche e/o caratterizzati da una differente qualità del servizio offerto (Grafico 5).

⁶ Risultati analoghi si ottengono dall'analisi di altre statistiche descrittive sulla distanza media del portafogli identificati in passato rispetto alla frontiera efficiente costruita utilizzando i dati correnti.

Grafico 5. GOPPAR medio giornaliero per ogni mese nel periodo 2004-2008 (media e range di variazione)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

Analizzando il trend generale, i mesi estivi sono normalmente quelli caratterizzati da performance più elevate ma anche da una variabilità dei risultati maggiore. Questi risultati possono essere spiegati guardando le caratteristiche del campione perché i mesi nei quali la variabilità è più alta sono quelli in cui tutte le strutture sono aperte (anche quelle stagionali).

Il ruolo della categoria alberghiera e delle aree geografiche è valutato attraverso la regressione, per ogni mese, del GOPPAR rispetto alle variabili dummies regionali e settoriali, come mostra l'equazione (9), e applicando i vincoli per la multicollinearità, equazioni (10a) e (10b). (Tabella 6).

Tabella 6. Coefficienti nazionali, regionali e settoriali per il periodo 2004-2008.

<i>2004</i>	<i>Gen</i>	<i>Feb</i>	<i>Mar</i>	<i>Apr</i>	<i>Mag</i>	<i>Giu</i>	<i>Lug</i>	<i>Ago</i>	<i>Set</i>	<i>Ott</i>	<i>Nov</i>	<i>Dic</i>
Nazionale	10.58	11.23	16.67	26.74	35.18	33.27	31.02	24.23	38.81	35.62	18.22	7.11
Nord Est	-5.74	-0.07**	-3.45	-9.19	-10.04	-9.15	-13.65	-10.95	-4.42	-10.2	-5.2	-3.67
Nord Ovest	-3.91	0.50*	-1.70	-4.76	-18.68	-22.64	-22.19	-22.84	-10.12	-12.62	-3.38	-3.4
Centro	18.68	9.44	19.05	28.22	46.41	50.42	23.12	3.95	29.98	33.7	18.05	12.38
Sud e Isole	-9.03	-9.87	-13.9	-14.27	-17.69	-18.64	12.72	29.84	-15.44	-10.88	-9.46	-5.31
***	-1.20	-3.70	-3.55	0.73*	5.00	4.12	20.56	24.31	4.83	6.01	-1.56	-2.86
****	0.14**	2.46	1.72	3.52	-2.89	-3.75	-10.54	-12.04	-3.21	-1.59	2.66	1.93
*****	1.06	1.24	1.83	-4.25	-2.11	-0.37**	-10.02	-12.27	-1.62	-4.42	-1.10	0.93
<i>2005</i>	<i>Gen</i>	<i>Feb</i>	<i>Mar</i>	<i>Apr</i>	<i>Mag</i>	<i>Giu</i>	<i>Lug</i>	<i>Ago</i>	<i>Set</i>	<i>Ott</i>	<i>Nov</i>	<i>Dic</i>
Nazionale	5.82	10.51	15.12	24.50	29.52	32.04	29.37	23.99	37.68	32.96	16.27	7.40
Nord Est	-2.31	-3.84	-5.06	-9.57	-8.87	-8.70	-12.98	-12.46	-4.83	-10.69	-4.04	-3.40
Nord Ovest	-0.91	-0.68	-3.26	-4.74	-11.25	-18.34	-21.28	-23.82	-11.45	-12.23	-2.61	-3.69
Centro	8.61	14.62	21.14	29.81	35.68	36.01	23.66	3.61	28.88	33.01	15.24	13.54
Sud e Isole	-5.39	-10.09	-12.82	-15.5	-15.56	-8.98	10.6	32.68	-12.6	-10.08	-8.59	-6.45
***	-4.21	-3.86	-4.27	-2.75	-1.11	1.42	14.8	24.71	2.34	2.54	-1.26	-3.04
****	1.87	0.81	0.87	2.05	0.61*	-3.55	-9.26	-10.95	-2.79	-0.94*	2.96	1.76
*****	2.33	3.05	3.39	0.70*	0.49**	2.14	-5.53	-13.76	0.45**	-1.60	-1.70	1.28
<i>2006</i>	<i>Gen</i>	<i>Feb</i>	<i>Mar</i>	<i>Apr</i>	<i>Mag</i>	<i>Giu</i>	<i>Lug</i>	<i>Ago</i>	<i>Set</i>	<i>Ott</i>	<i>Nov</i>	<i>Dic</i>
Nazionale	11.17	20.21	18.6	26.94	34.46	37.60	37.05	29.78	40.61	31.20	15.98	9.89
Nord Est	-2.86	5.08	-4.11	-6.09	-8.15	-11.24	-16.01	-13.31	-6.37	-5.14	-2.45	-3.99
Nord Ovest	-0.80	2.87	3.44	-3.60	-14.80	-22.81	-26.17	-26.37	-12.19	-6.93	0.73*	-2.38
Centro	10.69	5.8	14.47	17.68	30.82	34.00	19.82	-1.07**	21.95	23.86	13.38	11.08
Sud e Isole	-7.03	-13.76	-13.8	-7.99	-7.87	0.06***	22.36	40.76	-3.38	-11.79	-11.67	-4.71
***	0.93	0.13**	-2.31	3.20	-0.66*	-6.09	-10.77	-11.01	1.85	-4.56	-4.39	-1.50
****	-0.29*	1.55	2.23	-0.30**	-3.18	-7.46	-15.16	-14.17	-5.52	2.39	2.96	-0.47*
*****	-0.64	-1.68	0.08**	-2.90	3.84	13.55	25.92	25.19	3.68	2.17	1.43	1.97
<i>2007</i>	<i>Gen</i>	<i>Feb</i>	<i>Mar</i>	<i>Apr</i>	<i>Mag</i>	<i>Giu</i>	<i>Lug</i>	<i>Ago</i>	<i>Set</i>	<i>Ott</i>	<i>Nov</i>	<i>Dic</i>
Nazionale	8.67	13.18	18.96	26.31	32.86	38.9	37.08	32.05	40.37	37.51	21.49	11.78
Nord Est	-0.99	-0.34**	-5.64	-6.27	-7.00	-8.09	-11.72	-8.46	-4.95	-8.78	-5.51	-3.82
Nord Ovest	4.98	8.38	3.73	-2.90	-7.91	-15.71	-19.05	-23.36	-7.04	-3.16	0.62*	0.16**
Centro	-0.80	1.54	8.83	14.72	20.18	24.15	6.69	-3.08*	12.28	23.27	19.19	11.21
Sud e Isole	-3.18	-9.58	-6.92	-5.55	-5.28	-0.35**	24.08	34.91	-0.29**	-11.33	-14.31	-7.55
***	-0.52	-5.47	-2.75	-2.21	-7.53	-11.91	-14.53	-19.08	-5.41	-4.17	-1.99	-1.51
****	1.56	1.76	1.41	-1.09	-0.24**	-7.05	-13.71	-12.14	-5.23	0.99*	3.03	1.63
*****	-1.04	3.70	1.34	3.29	7.77	18.95	28.25	31.23	10.64	3.18	-1.04	-0.12**

Sud e Isole	-6.63	219.81	-5.23	189.62	-1.57	272.29	-0.45	217.69	-1.83	422.57
Abs medio (MAD)	12.49	133.78	10.99	97.19	8.44	131.96	5.76	102.95	8.63	175.96
<i>Settore</i>										
***	4.90	88.83	2.11	78.24	-2.93	21.25	-6.42	34.03	-3.60	20.15
****	-1.98	28.05	-1.38	20.51	-3.12	39.30	-2.42	33.06	-3.85	69.83
*****	-2.92	20.86	-0.73	22.94	6.05	100.11	8.85	127.78	7.45	65.82
Abs medio (MAD)	3.27	45.92	1.41	40.56	4.03	53.55	5.90	64.96	4.97	51.93
Rapporto Abs medio Regione/Settore	3.82	2.91	7.82	2.40	2.09	2.46	0.98	1.58	1.74	3.39

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

La componente specifica relativa al trend nazionale dell'industria italiana gioca un ruolo rilevante nello spiegare la performance ottenuta dall'industria alberghiera. Infatti il rapporto tra il coefficiente stimato per ogni mese e il corrispondente GOPPAR generale è sempre più alto del 53% e cresce nell'ultimo anno.

Osservando la media annuale dei coefficienti geografici, si nota che normalmente gli hotels del centro Italia sono quelli che ottengono migliori performance mentre le strutture che lavorano nel sud Italia hanno una performance più vicina a quella nazionale sebbene il coefficiente ha una variabilità molto elevata sull'orizzonte temporale considerato.

Sulla base delle variabili settoriali invece, si può notare come nei primi due anni gli alberghi a 3 stelle hanno una migliore performance rispetto al valore nazionale mentre negli altri anni

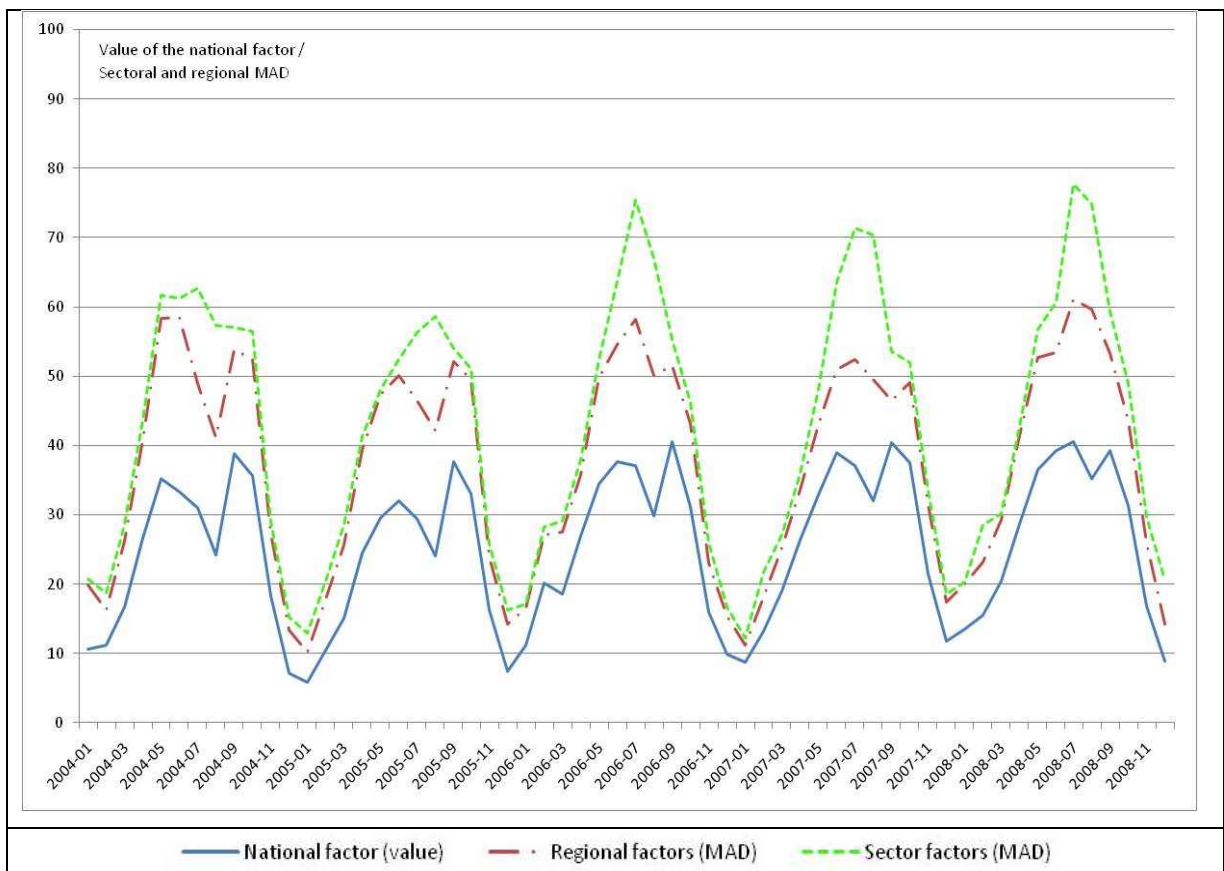
i migliori hotels sono quelli che offrono standard qualitativi più alti. Lo strano risultato ottenuto negli anni 2004-2005 è relativo alla presenza nel campione di alcuni casi particolari che hanno determinato valori che sono due volte quelli degli altri anni.

Una prima analisi della differente rilevanza dell'influenza dei fattori geografici e settoriali sulle dinamiche del GOPPAR potrebbe essere realizzata considerando la somma del valore assoluto dei coefficienti assegnati per le differenti tipologie di variabili dummies (da ora in avanti MAD). Il valore MAD per le caratteristiche geografiche varia da 5.76 (anno 2007) a 12.49 (anno 2004) mentre lo stesso valore per le caratteristiche settoriali varia da 1.41 (anno 2005) a 5.90 (anno 2007). Analizzando congiuntamente questo valore assoluto relativo ai profili geografico e settoriali, il primo è quasi sempre (escluso il 2007) più alto dell'altro e il rapporto varia da 1.74:1 a 7.82:1. L'analisi della varianza dimostra però che il MAD geografico non è solo più alto rispetto a quello settoriale ma anche più variabile su tutto l'arco temporale preso in considerazione (il rapporto della varianza varia da 3.39:1 a 1.58:1).

L'analisi proposta precedentemente dimostra che il MAD non è stabile in tutto il periodo e così un'analisi su un orizzonte mensile potrebbe essere più utile per studiare la relazione tra le

dinamiche del MAD e l'andamento del valore nazionale (Grafico 6).

Grafico 6. Andamento del MAD geografico e settoriale nel periodo 2004-2008



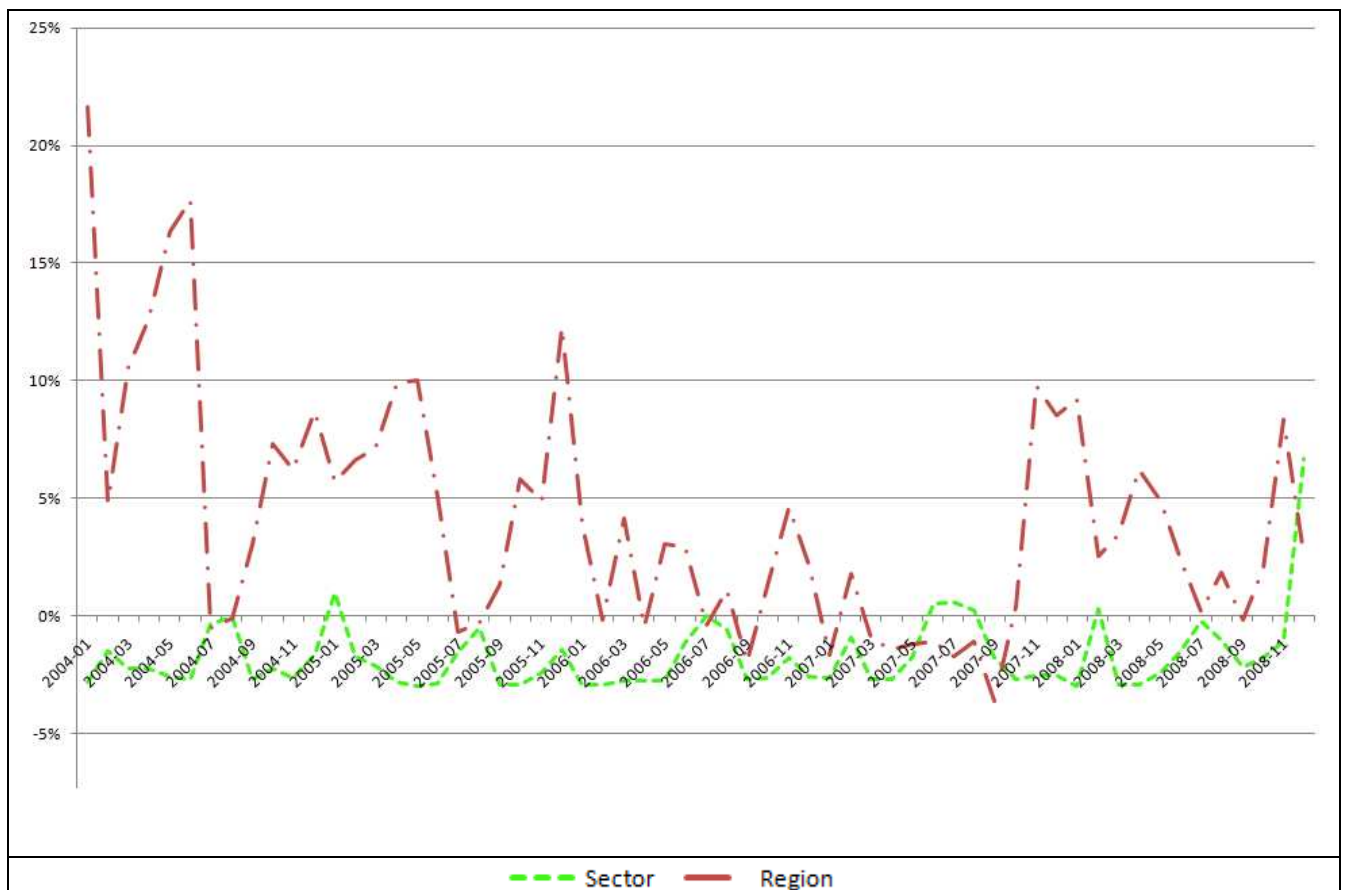
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

Come si può notare il MAD cresce significativamente quando la componente idiosincronica cresce e in tutti i mesi estivi il MAD relativo agli aspetti geografici e settoriali è più alto che

nel resto dell'anno. Mettendo a confronto il trend di entrambi i MAD e l'andamento del valore nazionale, si nota come quello regionale sia più strettamente correlato (correlazione 72.63%) rispetto a quello settoriale (correlazione al 43.43%).

Viene ora considerato l' R^2 corretto relativo alle dummies geografiche e di settore per valutare il ruolo di questi fattori e in che misura entrambi concorrono alla determinazione dei risultati dell'industria alberghiera italiana (Grafico 7).

Grafico 7. R^2 corretto settoriale e geografico



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati AICA.

In tutto il periodo considerato la variabile regionale ha un impatto significativamente più alto rispetto a quella settoriale (la media dell' R^2 corretto è 4.13% per la prima e -0.02% per la seconda) e solo nel 13.33% dei mesi considerati la rilevanza della variabile settoriale è stata più alta rispetto a quella geografica. Questa differenza è diminuita nell'arco di tempo considerato (la differenza media annuale decresce da un 11.05% del 2004 a un 5.43% del 2008) con uno scarto che normalmente è più elevato nei mesi di Luglio e Agosto. I risultati ottenuti sono coerenti con i risultati di uno studio recente che applicava la stessa analisi all'intero mercato immobiliare Italiano (Gabrielli e Lee, 2009) e supporta la tesi che anche in Italia le performance alberghiere sono coerenti con le dinamiche di tutto il panorama immobiliare (Kim e altri, 2002).

4. Conclusioni

La presente tesi ha dimostrato come l'investimento alberghiero presenti caratteristiche eterogenee rispetto agli altri investimenti immobiliari che possono influenzare in modo significativo l'entità e la variabilità dei profitti legati all'investimento.

Entrambe le metodologie utilizzate hanno preso in considerazione l'opportunità di diversificare secondo criteri geo-settoriali un portafoglio immobiliare di tipo alberghiero e hanno indagato la rilevanza di questi fattori sulle performance delle strutture stesse.

La prima analisi, effettuata attraverso l'uso di criteri standard circa la diversificazione di portafoglio, ha dimostrato l'utilità dei criteri di diversificazione geografico-settoriale per la costruzione di portafogli efficienti anche se i portafogli migliori identificati presentano al loro interno investimenti con caratteristiche differenti ma con un livello di diversificazione non troppo elevato. L'imposizione di vincoli sul livello massimo di concentrazione verso alcune tipologie di hotel o verso strutture ubicate nella stessa provincia determina, infatti, una minore efficienza dei portafogli costruiti anche se le performance di tali nuovi portafogli risultano più persistenti nel tempo.

La seconda analisi, svolta invece attraverso l'utilizzo di un modello di regressione lineare, ha dimostrato come gli aspetti geografici possano influenzare significativamente le performance alberghiere e che la scelta di includere queste caratteristiche regionali nel modello permette di incrementare in maniera robusta l'idoneità del modello stesso.

La rilevanza dei fenomeni indagati risulta particolarmente rilevante in funzione della crescente presenza in Europa (Peters e Frehse, 2005) e in Italia (Jones Lang Lasalle Hotel, 2009) di catene alberghiere che possono beneficiare della disponibilità di criteri per la scelta, a parità di altre condizioni, tra le diverse strutture ricettive da acquistare o realizzare in funzione delle caratteristiche del portafoglio di alberghi che fanno già parte della catena alberghiera.

Lo sviluppo atteso in Europa degli investitori istituzionali specializzati nel comparto alberghiero (Bader, Geierregger e Balekjian, 2008) che considerano l'investimento in una struttura ricettiva, a differenza delle catene alberghiere, unicamente sui flussi in entrata e in uscita legati al progetto rende gli approcci proposti molto coerenti con le logiche di scelta adottate. I risultati ottenuti dalle indagini sul mercato italiano aiutano, inoltre, a comprendere le motivazioni sottostanti la strategia di scarsa diversificazione geo-settoriale di molti dei fondi attivi attualmente in Italia.

Il limite principale del lavoro comune ad entrambi le analisi (il campione e i dati utilizzati sono gli stessi) è legato alla indisponibilità, rilevata anche in altri lavori sul settore, di informazioni dettagliate sulla struttura di costo delle singole strutture alberghiere. Le ipotesi fatte sulla struttura dei costi, anche se supportate da riferimenti di letteratura nazionale e internazionale, possono essere considerate ragionevoli anche se la disponibilità di dati interni relativi ai costi (fissi, semi-fissi e variabili) sostenuti dai singoli alberghi permetterebbero di ottenere stime più oggettive dei vantaggi derivanti dalla diversificazione nel settore alberghiero.

Al fine di completare l'analisi sui profili di diversificazione nel settore alberghiero sviluppi futuri del lavoro potrebbero considerare, come fatto per l'investimento immobiliare in generale (Cacciamani, 2003; Giannotti e Mattarocci, 2008), la possibilità di specificare criteri di classificazione del rischio dei singoli investimenti più dettagliati. L'opportunità di realizzare tale approccio di indagine presuppone però la disponibilità di un database più ampio in termini di informazioni censite e di individui rilevati.

5. Bibliografia

- Aall C. e Hoyer K.G. (2005), “Tourism and climate change adaption: the Norwegian case”, in Hall C.M. e Higham J.E.S. (eds), *Tourism, recreation and climate change*, Channel View Publications.
- Bader E., Geieregger E. and Balekjian C. (2008), “European hotel industry performance 2007”, *Journal of Retail and Leisure Property*, vol. 7, pp. 179-185.
- Baker T.K. and Collier D.A. (1999), “A comparative revenue analysis of hotel yield management heuristics”, *Decision Sciences*, vol. 30, i. 1, pp. 239-263.
- Ball R.M. (1989), “Some aspects of tourism, seasonality and local labour markets”, *Area*, vol. 21, i. 1, pp. 35-45.
- Baum J.A.C. and Haveman H.A. (1997), “Love thy neighbor differentiation and agglomeration in the Manhattan hotel industry 1898-1990”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, pp. 304-338.
- Baum J.A.C. and Mezias S.J. (1992), “Localized competition and organizational failure in the Manhattan hotel industry”, 1898-1990, *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, pp. 580-604.
- Beckers S., Connor G. and Curds R. (1996), “National versus global influences on equity returns”, *Financial Analyst Journal*, vol. 52, n. 2, pp. 31-39.

- Briggs S., Sutherland J. and Drummond S. (2007), “Are hotels serving quality? An exploration study of service quality in the Scottish hotel sector”, *Tourism Management*, vol. 28, i. 4, pp. 1006-1019.
- Brown J.R. and Dev C.S. (1999), “Looking beyond RevPAR. Productivity consequences of hotel strategies”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 40, i. 2, pp. 23-33.
- Brown J.R. and Dev C.S. (2000), “Improving productivity in a service business. Evidence from the hotel industry”, *Journal of Financial Service Research*, vol. 2, i. 4, pp. 339-354.
- Butler R.W. (2001), “Seasonality in tourism: issues and implications”, in Baum T. and Lundtorp S. (eds), *Seasonality in tourism*, Advances in Tourism Research Series.
- Cacciamani C. (2003) (ed), *L'investimento immobiliare*, Egea, Milano.
- Canina L. and Carvell S. (2005), “Lodging demand for urban hotels in major metropolitan markets”, *Journal of Hospitality and Tourism Research*, vol. 29, pp. 291-311.
- Chen C. and Kachani S. (2007), “Forecasting and optimization for hotel revenue management”, *Journal of Revenue Pricing and Management*, vol. 6, n. 3, pp. 163-174.

- Cho V. (2001), “Tourism forecasting and its relationship with economic leading indicators”, *Journal of Hospitality and Tourism Research*, vol. 25, pp. 399-420.
- Choi S. and Mattila A.S. (2004), “Hotel revenue management and its impact on customers’ perception of fairness”, *Journal of Revenue and Pricing Management*, vol. 2, i. 4, pp. 303–314.
- Corgel J.B. (2005), “Hotel real estate markets”, *Journal of Portfolio Management*, vol. 32, *Special Real Estate issue*, pp. 91-99.
- Crouch G.I. (1995), “A meta-analysis of tourism demand”, *Annals of Tourism Research*, vol. 22, i. 1, pp. 103-118.
- Dann G.M.S. (2003), “Noticing notices: tourism to order”, *Annals of Tourism Research*, vol. 30, i. 2, pp. 465-484.
- Deloitte (2008), *Hospitality vision. Global performance review*, available at <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,sid%253D9078%2526cid%253D194104,00.html>
- Di Peter J. and Lockwood A. (2002), *The management of hotel operations*, Cengage Learning.
- Enz C.A. and Canina L. (2002), “The best of times, the worst of times: differences in hotel performance

following 9/11”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 43, i. 5, pp. 41-52.

- Firstenberg P.M., Ross S.A. and Zisler R.C. (1988), “Real Estate: The Whole Story”, *Journal of Portfolio Management*, vol. 14, i. 3, pp. 22-34.
- Friedman H.C. (1971), “Real estate investment and portfolio theory”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 6, i. 2, pp. 861-874.
- Gabrielli L. and Lee S. (2009), “The relative importance of sector and regional factors in Italy”, *Journal of Property Investment and Finance*, vol. 27, n. 3, pp. 277-289.
- Gallagher M. and Mansour A. (2000), “An analysis of real estate market dynamics”, *Journal of Real Estate Research*, vol. 19, n.1-2, pp. 133-164.
- Ganchev O. (2000), “Applying value drivers to hotel valuation”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 41, n. 5, pp. 78-89.
- Giannotti C. e Mattarocci G. (2008), “Risk diversification in a real estate portfolio: evidence from the Italian market”, *Journal of European Real Estate Research*, vol. 1, n.3, pp. 214-234.
- Giannotti C., Mattarocci G. e Spinelli L.,(2010) “The role of portfolio diversification in the hotel industry:

evidence from the Italian market”, *Euromed Journal of Business Research*, in corso di pubblicazione.

- Gigli S. (2003), *Lo yield management nei sistemi di pianificazione e controllo*, EGEA, Milan.
- Graham I.C. e Harris P.J. (1999), “Development of a profit planning framework in an international hotel chain: a case study”, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, vol. 11, n. 5, pp. 198-204.
- Gu Z. (1997), “proposing a room pricing model for optimizing profitability”, *International Journal of Hospitality Management*, vol. 16, n. 3, pp. 273-297.
- Hall C.M. (1998), “The institutional setting – tourism and the State”, in Ioannides D. e Debbage K.G. (a cura di), *The economic geography of the tourist industry*, Routledge.
- Hartzell D., Hekman J. and Miles M. (1986), “Diversification categories in investment real estate”, *AREUEA Journal*, vol. 14, n. 2, pp. 230-254.
- Heston S.L. and Rouwenhorst K.G. (1994), “Does industrial structure explain the benefits of international diversification?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 36, n. 1, pp. 3-27.
- Ismail, J.A., Dalbor M.C. e Mills J.E. (2002), “Using RevPAR to analyze lodging-segment variability”,

Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly,
vol. 43, n. 5, pp. 73-80.

- Jang S.C. e Yu L. (2002), “Analysis of return on hotel investment: a comparison of commercial hotel companies and casino hotel companies”, *Journal of Hospitality and Tourism Research*, vol. 26, n. 1, pp. 38-53.
- Jeffrey D., Barden R.R.D., Buckley P.J. and Hubbard N.J. (2002), “What makes for a successful hotel? Insights on hotel management following 15 years of hotel occupancy analysis in England”, *Service Industries Journal*, vol. 22, n. 2, p.73-88.
- Jones Lang Lasalle Hotel (2009), *Hotel investment highlights – Global 2008*, disponibile su: <http://www.joneslanglasallehotels.com/hotels/EN-GB/Pages/ResearchInvestHighlights.aspx>
- Kim H., Gu Z. e Mattila A.S. (2002), “Hotel Real Estate Investment Trusts’ risk features and beta determinants”, *Journal of Hospitality and Tourism Research*, vol. 26, n. 2, pp. 138-154.
- Lee S. and Devaney S. (2007), “The changing importance of sector and regional factors in real estate returns: 1987-2002”, *Journal of Property Research*, vol. 24, n. 1, pp 55.69.

- Lewis R.C. e Shoemaker S. (1997), “Price sensitivity measurement. A tool for the hospitality industry”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 38, n. 2, pp. 44-54.
- Liberatore G. (2001), *Nuove prospettive di analisi dei costi e dei ricavi delle imprese alberghiere*, Franco Angeli, Milano.
- Markowitz H. (1956), “Portfolio selection”, *Journal of Finance*, vol. 7, n. 1, pp. 77-91.
- McMahan J. (1981), “Institutional strategies for real estate equity investment”, *Urban Land*, Giugno, pp. 14-22.
- Modica P.D. (2004), *La contabilità per la direzione nelle imprese alberghiere*, Giuffrè Editore, Milano.
- Monente M., Pozzana R. e Ballanti D. (2007), *How to define business models for SMEs. The case of Hotels*, disponibile su: http://www.forumstat.tourisme.gouv.fr/ftp/ang_S2_1_manente_paperforum.pdf
- Mooradian R.M. e Young S.X. (2001), “Dividend policy and firm performance : hotel REIT vs non-REIT hotel companies”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 7, n. 1, pp. 79-87.
- Mueller G.R. and Ziering B.A. (1992), “Real estate portfolio diversification using economic

diversification”, *Journal of Real Estate Research*, vol. 7, n. 4, pp. 375-386.

- Noone B.M., Kimes S.E. e Renaghan L.M. (2003), “Integrating customer relationship management and revenue management: an hotel perspective”, *Journal of Revenue and Pricing Management*, vol. 2, n. 1, pp. 7-21.
- O’Connor P. (2003), “On-line pricing: an analysis of hotel company practices”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 44, n. 1, pp. 88-96.
- Parrilla J.c., Font A.R. e Nadal J.R. (2007), “Accommodation determinants of seasonal patterns”, *Annals of Tourism Research*, vol. 34, n. 2, pp. 422-436.
- Pechlaner H., Zeni A. e Raich F. (2007), “Congress tourism and leisure tendencies with special focus on economic aspects”, *Tourism Review*, vol. 62, n. 3-4, pp. 32-38.
- Pellinen J. (2003), “Making price decisions in tourism enterprises”, *Hospitality Management*, vol. 22, n. 2, pp. 217-235.
- Peters M. e Frehse J. (2005), “The internationalization of the European hotel industry in the light of competition theories”, *Tourism*, vol. 53, n. 1, pp. 55-65.
- Poirer R.A. (1997), “Political risk analysis and tourism”, *Annals of Tourism Research*, vol. 24, n. 3, pp. 675-685.

- Porzio C. e Sampagnaro G. (2007), *L'investimento immobiliare. Valutazione, rendimenti e asset allocation*, Bancaria Editrice, Roma.
- Quan D.C., Li J. e Sehgal A. (2002), "The performance of lodging properties in an investment portfolio", *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 43, n. 12, pp. 81-89.
- Rouwenhorst G. (1999), "European equity markets and EMU: are the differences between countries slow disappearing?", *Financial Analyst Journal*, vol. 55, n. 3, pp. 57-64.
- Seaton A.V. (1996), "The marketing concept in tourism", in Seaton A.V e Bennet M.M. (a cura di), *Marketing tourism products. Concepts, issues and cases*, Cengage Learning.
- Seiler M.J., Weeb J.R. e Myer F.C.N. (1999), "Diversification issues in real estate investment", *Real Estate Literature*, vol. 7, n. 1, pp. 163-179.
- Slattery P. (2002), "Reported RevPAR: unreliable measures, flawed interpretations and the remedy", *Hospitality Management*, vol. 21, pp. 135-149.
- Steed E. e Gu Z. (2005), "An examination of hotel room pricing methods: practiced and proposed", *Journal of Revenue and Pricing Management*, vol. 3, n. 4, pp. 369-379.

- Strano D. (2006), “I fondi immobiliari specializzati: casi di studio”, in Cacciamani C. (a cura di), *I fondi immobiliari ad apporto specializzati*, Egea, Milano.
- Viezer T.W. (2000), “Evaluating “within real estate” industry diversification strategies”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 6, n.1, pp. 75-95.
- Vinod B. (2004), “Unlocking the value of revenue management in the hotel industry”, *Journal of Revenue and Pricing Management*, vol. 3, n. 2, pp. 178-190.
- Wang R. (1994), “Hotel culture and social control”, *Annals of Tourism Research*, vol. 21, n. 1, pp. 65-80.
- Weatherford L.R. (1995), “Length of stay heuristics. Do they really make a difference?”, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 36, n. 12, pp. 70-79.
- Younes E. e Kett R. (2007), “Hotel investment risk? What are the chances?”, *Journal of Retail and leisure Property*, vol. 6, pp. 69-78.

Ringraziamenti

Dopo un lungo periodo trascorso all'università culminato con la stesura di questo lavoro sono molte le persone che meritano un ringraziamento. Sicuramente la mia famiglia che ha sempre supportato e assecondato (anche economicamente!) le mie decisioni. Ringrazio mio fratello fondamentale nel dare motivazioni, portare il suo consiglio e la sua esperienza. Ringrazio gli amici più cari, Daniele & Daniele, che hanno condiviso con me questi anni di Dottorato con consigli sempre utili e profonda amicizia. Ringrazio tutto il gruppo di Banca e Finanza, esempio di coesione e professionalità; in particolare meritano una citazione Gianni, senza il quale non avrei mai cominciato questa affascinante avventura, e Gianluca, senza il quale probabilmente non ne sarei mai uscito!! Desidero ringraziare Duccio, con cui ho condiviso l'ufficio per quasi quattro anni e grazie al quale le giornate sono trascorse in maniera più leggera e divertente. Meritano un ringraziamento particolare sicuramente il Prof. Carretta, che dirige magistralmente il nostro Dottorato e il Prof. Filotto, maestro di Finanza e non solo...Per ultimo, ma non certo per importanza, sento di dovere un grazie speciale alla mia ragazza, Eleonora, una persona davvero unica...indescrivibile con le sole parole.

Luca Spinelli