



#### *Rushmore versus Lennhoff.*

Le due grandi correnti di pensiero ascritte ai massimi valutatori alberghieri statunitensi vengono rapidamente confrontate in queste pagine, che illustrano chiaramente premesse, finalità e metodi di tali approcci.

Partendo da un'osservazione di fondo: nonostante il contrasto che da molti anni attraversa non solo la teoria estimativa, ma perfino le aule giudiziarie americane, fra questi due esperti sono ben più numerosi i punti in comune che le differenze.

Alla base si pone l'esigenza di valutare gli alberghi prendendo le mosse da un'analisi economica della loro **gestione "ordinaria"**, ossia delle caratteristiche che assumerebbe il bilancio dell'impresa "media" ivi insediabile. Il secondo "blocco di partenza" si identifica con la necessità di remunerare non solo l'immobile, ma anche **tutti gli altri fattori produttivi** che concorrono alla vita dell'azienda alberghiera e alla formazione del reddito.

In una simile configurazione estimativa emerge **la stretta interazione fra le varie professionalità** coinvolte: il valutatore immobiliare non può prescindere da analisi fondate sulle tecniche aziendali, sulla conoscenza delle dinamiche gestionali, sulle simulazioni prospettiche, sulla costruzione dei piani d'impresa.

Dall'articolo si evince anche, con la massima chiarezza, lo scenario che caratterizzò il mercato alberghiero U.S.A. negli anni successivi alla crisi del 2008 e il ruolo svolto dai Fondi Immobiliari e dagli investitori esteri che entravano sempre più numerosi nello specifico segmento immobiliare. Non è difficile notare le somiglianze fra tale contesto e l'attuale situazione italiana: i periodi di recessione sono sempre forieri di buone opportunità e favoriscono l'instaurarsi di nuove relazioni industriali e finanziarie.

Come sempre l'articolo è stato liberamente tradotto e sintetizzato, mantenendone intatto lo spirito e salvaguardando le linee logiche essenziali.

## **COME VALUTARE UN ALBERGO**

*Michael Allen, 2013*

### **Premessa**

Nell'ultimo decennio i prezzi delle compravendite di alberghi statunitensi sono stati quanto mai altalenanti, guidati da rapidissimi cambiamenti nella finanza, fra gli investitori, nonché normativi e ambientali.

Ciò ha reso quasi impossibile l'adozione del metodo comparativo nella stima degli alberghi, o per carenza di compravendite, o perché i prezzi avrebbero richiesto tali e tanti aggiustamenti da diventare inaffidabili. In molti casi, le vendite non sono correlate al risultato economico gestionale: numerose acquisizioni sono avvenute basandosi su strategie speculative e con aspettative entusiastiche riguardo alle previsioni di incassi, reddito, bassi tassi di capitalizzazione. E' forse questo sovrapprezzo un modo per remunerare qualcos'altro rispetto alla mera componente immobiliare?

### **Gestione e servizi come fattore discriminante**

Spesso l'acquirente di un albergo ritiene di poterlo rivalutare dopo l'acquisto tramite una ridefinizione gestionale e una ristrutturazione del bene. Gli strumenti per tale processo includono l'inserimento in una nuova catena, nonché l'ammodernamento di mobili, attrezzature e impianti nelle camere e negli spazi comuni. Ma questo incremento di valore resta confinato alla sola struttura fisica (edificio e altre immobilizzazioni) o si estende anche ad altre componenti, fra cui l'avviamento? Quando l'aumento di valore è dovuto all'insorgere di un differente modello gestionale, è appropriato attribuirlo all'immobile che ospita l'attività?

### **L'intervento dei Fondi Immobiliari**

Dopo la crisi del 2008,<sup>1</sup> la discesa dei tassi d'interesse ha indotto molti imprenditori ad investire sulle proprie strutture. Molti non erano in grado di farlo, per cui spesso sono subentrati i Fondi Immobiliari (R.E.I.T.) che hanno sfruttato l'ampia disponibilità di denaro a costi contenuti.

---

<sup>1</sup> L'autore illustra in dettaglio tale periodo. Pure scorciando il testo, sembra utile mantenere questo richiamo al ruolo dei Fondi, visto che le condizioni generali non sono molto diverse da quelle italiane, anche in considerazione della grave crisi che ha colpito il settore alberghiero. [nota P.R.E.G.I.A.]

Siccome spesso gli investimenti erano guidati soprattutto da questa consistente liquidità, i prezzi di vendita non si sono basati sui risultati operativi e i flussi di cassa pregressi. I tassi di capitalizzazione hanno continuato a scendere, nonostante i fondamentali fossero ancora deboli; talvolta, per valutare gli alberghi venivano adottati redditi prospettici molto più alti di quelli vigenti. D'altronde, molte di queste compravendite hanno interessato le zone "trofeo", dove le barriere all'ingresso di nuovi alberghi sono storicamente elevate.

Da questo scenario complessivo emergono svariate domande di non facile soluzione.

- Si possono utilizzare queste vendite per valutare altri alberghi?
- La loro adozione a fini comparativi richiederebbe forse troppi aggiustamenti?
- Detti prezzi includono una componente gestionale che esula dal mero immobile?
- Si può presumere che il futuro acquirente avrà le stesse disponibilità finanziarie?
- Se non comprasse un Fondo, chi altri potrebbe acquisire l'albergo?

### **I crediti in sofferenza**

Almeno il 40% delle compravendite di cui sopra hanno interessato strutture alberghiere che garantivano crediti in sofferenza ("*distressed properties*"). Per molti investitori speculativi entrare sul settore alberghiero, anche in località meno note, è stato appetibile, visto che per contro i maggiori gruppi finanziari, a seguito della crisi, stavano riposizionandosi su tipologie immobiliari a basso rischio.

### **Perché la valutazione di un'azienda alberghiera è un problema?**

Il valore di un'azienda alberghiera deriva dall'aggregazione di quattro componenti:

- il terreno
- le opere edili soprastanti
- le (altre)<sup>2</sup> immobilizzazioni materiali
- le immobilizzazioni immateriali.

Pertanto, il valore complessivo dell'azienda non coincide con quello del solo immobile (terreno più edificio). Nel caso di un albergo, l'immobile è destinato a un'attività molto specifica. In tale processo, il bene perde gran parte del suo generico valore immobiliare per assumerne un altro, più specifico e talvolta anche maggiore, ma riduce il novero dei

---

<sup>2</sup> L'autore le definisce immobilizzazioni "personali", dato che negli U.S.A. queste non sono tassate, a differenza del valore immobiliare. [nota P.R.E.G.I.A.]

potenziali utilizzatori, acquirenti, locatari. Un simile processo può anche far venir meno un concetto di “valore di mercato” a fronte di molte altre tipologie, quali “valore per investimento”, “valore fiscale”, “valore di bilancio”.

Come scrisse Steven Rushmore<sup>3</sup> nel 1984:

*“I valutatori imparano presto che le strutture ricettive sono ben più di un terreno con mattoni ed impianti; sono orientate alla vendita, imprese ad alta intensità di lavoro che necessitano di alto livello di competenze gestionali. Inoltre richiedono rilevanti investimenti aggiuntivi (mobili, attrezzature, corredi) che hanno breve vita economica, soggetti a rapido deprezzamento e obsolescenza. Tutte queste caratteristiche devono essere considerate nella valutazione alberghiera al fine di conseguire una stima affidabile del valore di mercato.”*

### **Il dibattito sui metodi di valutazione**

Un’analisi oggettiva della differenza fra il cosiddetto approccio di Rushmore e di Lennhoff<sup>4</sup> permette di concludere che, in termini di metodologia valutativa di base, fra questi due studiosi si riscontrano molte più assonanze che dissensi. Entrambi fondano la valutazione alberghiera principalmente sul metodo reddituale. Entrambi applicano una tecnica residuale per stimare un reddito aziendale ordinario, che viene corretto per stimare la sola quota di reddito attribuibile all’immobile; entrambi adottano un tasso di capitalizzazione lordo, visto che di solito le imposte sulla proprietà dell’edificio non vengono detratte dalla stima del reddito immobiliare.

Sia la scuola di Rushmore che quella di Lennhoff si basano sull’assunto che il reddito dell’impresa alberghiera non può essere attribuito interamente all’immobile, altrimenti i rilevanti investimenti nelle altre immobilizzazioni non risulterebbero remunerati. Concordano inoltre che il reddito aziendale necessita di correzioni per determinare il reddito immobiliare da capitalizzarsi tramite un “cap rate” specificamente immobiliare.

---

<sup>3</sup> Steven Rushmore è uno dei massimi esperti statunitensi nelle valutazioni alberghiere. Rispetto ad altri, il suo approccio ha sempre attribuito notevole importanza alla componente immobiliare dell’azienda alberghiera. [nota P.R.E.G.I.A.]

<sup>4</sup> David Lennhoff, fautore dell’approccio ad “analisi d’impresa”, è stato inquadrato da molti come il “rivale” di Rushmore, visto che tra i fattori di produzione pone in risalto ulteriori elementi. Il conflitto, non solo teorico ma anche giudiziario, fra questi due approcci è quasi sempre da ricondursi al diverso trattamento fiscale dei beni immobili e di quelli “personali” (esenti da imposte). [nota P.R.E.G.I.A.]

Tuttavia, le due scuole si differenziano sugli aggiustamenti che devono essere apportati al reddito aziendale per giungere a quello immobiliare:

| <b>DETERMINAZIONE DEL REDDITO DELL'IMMOBILE ALBERGHIERO</b>                       |                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>detrarre dal REDDITO dell'AZIENDA ALBERGHIERA le seguenti voci:</i>            |                                                                                                                          |
| Approccio <b>RUSHMORE</b>                                                         | Approccio <b>LENNHOFF</b>                                                                                                |
| Componenti aziendali:<br>- compensi gestionali<br>- costi per fattori immateriali | Componenti aziendali:<br>- compensi gestionali<br>- costi per fattori immateriali<br>- costi di avviamento               |
| Immobilizzazioni non immobiliari:<br>- ammortamenti<br>- capitale circolante      | Immobilizzazioni non immobiliari:<br>- ammortamenti<br>- capitale circolante<br>- remunerazione di tali immobilizzazioni |

L'origine di questa diversità è dovuta alle finalità della stima. La scuola di Rushmore intende proteggere le banche, che costituiscono lo “zoccolo duro” dei suoi clienti. Questa tipologia di operatori è molto sensibile a qualsiasi metodologia che sminuisse il valore del sottostante immobile, in quanto ciò potrebbe ridurre la somma potenzialmente finanziabile. Lennhoff, per contro, è stato associato principalmente agli operatori alberghieri e alla loro esigenza di ridurre i costi, in particolare le imposte immobiliari. Le differenze basilari si identificano nella scelta di Lennhoff di dedurre dal reddito aziendale sia i costi di avviamento, sia un'apposita remunerazione per le altre immobilizzazioni.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> In fase valutativa l'intervento correttivo potrebbe fondarsi su una stretta interazione fra conto economico e attivo patrimoniale. Una volta stimato l'E.B.I.T.D.A.R. (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent/Refurbishment*) normalizzato, si deve determinare la quota di tale margine attribuibile al solo immobile. Per fare questo, si detrae dall'E.B.I.T.D.A.R. un importo congruo a compensare la gestione aziendale e le somme (ammortamenti) necessarie al reintegro delle immobilizzazioni extraimmobiliari, quindi si struttura un attivo patrimoniale “ordinario” (dove il valore dell'immobile resta al momento incognito) e si remunerano gli altri investimenti: le immobilizzazioni materiali non immobiliari; il capitale circolante; le immobilizzazioni immateriali (inclusa la stima dell'eventuale avviamento, distinguendo la quota attribuibile alla sola gestione aziendale da quella riconducibile all'immobile). Il tasso di remunerazione per tali voci può anche variare in ragione della maggiore o minore liquidità della singola posta, piuttosto che della sua aleatorietà e della durata di permanenza in azienda. Questo processo segue un approccio “residuale” in quanto è proprio la quota di margine residuo che determina la stima del canone potenziale, ossia il reddito immobiliare da capitalizzarsi o da inserirsi in una simulazione prospettica di flussi finanziari. [nota PR.E.G.I.A.]

Entrambi i metodi, comunque, sono complessi e richiedono numerosi aggiustamenti che, se fatti in modo inadeguato, altererebbero notevolmente la valutazione dell'albergo. Esiste forse un metodo più semplice e più universalmente condiviso per valutare gli alberghi?

### **La “regola del pollice” citata da Rushmore**

Rushmore ha affermato che il settore alberghiero utilizza da tempo una “regola del pollice” per determinare un'approssimazione grezza del valore alberghiero. Secondo tale regola il valore di un albergo si può stimare moltiplicando per 1.000 la tariffa giornaliera media.

Rushmore asserisce che, mentre molti fattori incidono sul valore di un albergo, negli anni questa “regola del pollice” si è rivelata sorprendentemente accurata e numerosi operatori continuano a seguirla. In molti casi, infatti, la differenza fra i prezzi effettivi e questa stima grossolana può essere dovuta a fattori quali un tasso d'occupazione anomalo (alto o basso), una gestione particolarmente efficiente (o inefficiente), o la presenza di redditi aggiuntivi.

Secondo Rushmore, questa “regola del pollice” è utile a valutare la fattibilità di un investimento alberghiero. Tuttavia, occorre evidenziare che tale stima determina il valore dell'azienda alberghiera e non del solo immobile.

Nella municipalità di New York tale metodo è stato adottato per stimare gli alberghi a fini fiscali, utilizzando un moltiplicatore di 800 anziché 1.000, per tenere conto delle altre immobilizzazioni e del capitale circolante.

Per osservare la validità o meno di tale regola, ho confrontato i prezzi di 12 compravendite di alberghi con le stime cui avrebbe condotto la “regola del pollice”. Lo scostamento medio fra prezzi e valori è abbastanza consistente: 18%. Più in generale, la regola ha determinato stime che vanno dal 71% al 127% dei prezzi effettivi. Ma se si raffrontassero tali stime al solo valore immobiliare della compravendita, la fascia di oscillazione diventerebbe fra 84% e 222%.

Basandosi su questa limitatissima analisi, la “regola del pollice” per valutare l'immobile alberghiero si rivela debole, non certo la panacea invocata da alcuni.

### **Le manutenzioni straordinarie (“cap.ex.”) future**

La maggior parte delle persone non acquisterebbe una casa con una piscina danneggiata. Pretenderebbe che il venditore la ripari, oppure che detragga dal prezzo il costo delle riparazioni. Nelle valutazioni alberghiere, in pratica, si presenta il medesimo problema. Talvolta si rilevano manutenzioni differite o altre obsolescenze che esorbitano dalle normali riserve manutentive. Gli alberghi più vecchi possono presentare tubazioni obsolete, infissi non isolanti, impianti antiquati. Inoltre, alcuni edifici costruiti prima del 1979 hanno amianto che potrebbe richiedere costose bonifiche.

Trattandosi di importi non irrilevanti, il potenziale acquirente non accetterebbe di pagare un prezzo pieno per un albergo dove tali inconvenienti non siano stati ancora risolti, perché i futuri costi potrebbero annullare i redditi attesi.

Talvolta le correzioni per tali problematiche implicano un aumento del tasso di capitalizzazione, soprattutto se l'ammontare dell'onere futuro non può essere quantificato. Questa rettifica può rivelarsi molto soggettiva, soprattutto nei mercati in cui le compravendite di alberghi caratterizzati da inconvenienti simili si sono svolte e non si è percepito alcun aggiustamento dei prezzi in tal senso.<sup>6</sup>

I valutatori possono consultare le previsioni inerenti le future manutenzioni straordinarie, in modo da determinare i più probabili flussi di cassa prospettici. Sfortunatamente, è frequente che tali importi siano solamente una frazione di quanto richiesto inizialmente dai responsabili gestionali, per cui la stima risulta difficile.

Allorché determinabili in termini più oggettivi, abbinando questi costi a una loro distribuzione cronologica è possibile stimare i flussi di cassa futuri e attualizzarli per adeguare la valutazione.

### **Conclusioni**

Si possono riassumere le seguenti osservazioni.

Negli Stati Uniti non vi è ancora consenso sulla metodologia estimativa da applicarsi. L'approccio dipende dalla finalità della valutazione, se indirizzata al sistema finanziario o a calmierare la fiscalità.

---

<sup>6</sup> L'autore fa ancora riferimento alle acquisizioni ritenute "strategiche", allorché i compratori hanno dato minore importanza all'effettivo valore di mercato dell'albergo, inquadrando l'operazione in un'ottica prospettica contraddistinta da aspettative interne fortemente favorevoli. [nota P.R.E.G.I.A.]

Molte compravendite alberghiere avvengono con assunzioni molto ottimistiche, prevedendo tariffe, riempimenti e risultati economici in forte crescita. Sembrerebbe che Fondi Immobiliari e investitori esteri stiano sovrastimando gli alberghi che acquistano, guidati dalla loro supremazia finanziaria. I prezzi che ne derivano non possono essere considerati “valori di mercato”: probabilmente soddisfano le esigenze del finanziatore (“valore d’investimento”), ma non sono in grado di rappresentare un “*fair value*” e men che meno una stima ai fini fiscali. Pertanto deve essere prestata grande attenzione nell’estrarre indicazioni di valori o di “*cap rate*” senza prima operare tutti i necessari aggiustamenti del caso.<sup>7</sup>

Nel caso di acquisti effettuati da Fondi Immobiliari o da investitori esteri, guidati da considerazioni eminentemente finanziarie o valutarie e disposti a ridurre i propri rendimenti accettando prezzi elevati pur di acquisire “trofei”, occorre correggere tali prezzi (considerando anche i differenziali vigenti nei costi del denaro fra tali investitori e i normali operatori) prima di utilizzarli quali comparativi per altri alberghi.

Se in un particolare segmento di mercato si registra un eccesso di offerta alberghiera che però non si riflette sui prezzi delle compravendite, diventa indispensabile apportare rettifiche. Se questa situazione si accompagna alla necessità di accelerare un rinnovo di arredi, corredi e attrezzature, piuttosto che all’esigenza di rimodellare la gestione per differenziare la struttura dalla concorrenza (ad esempio ingresso in una catena alberghiera), le previsioni sui redditi futuri devono tener conto delle manutenzioni straordinarie e/o delle maggiori “*fee*” gestionali che inevitabilmente ne conseguono.

---

<sup>7</sup> E' questo, purtroppo, un “*vulnus*” che rischia di caratterizzare qualunque compravendita immobiliare (non solo alberghiera). Non sempre la singola transazione può definirsi rappresentativa del mercato, in quanto (a seconda delle finalità delle controparti) potrebbe anche esulare dai canoni di “ordinarietà” che sempre devono contraddistinguere una valutazione oggettiva. L'esperto stimatore deve accertarsi di ciò, confrontandola con altre compravendite, coi comportamenti prevalenti degli operatori, coi parametri economico/finanziari riconosciuti in quello specifico segmento, ed applicando nel caso i correttivi più idonei. [nota PR.E.G.I.A.]