



L'articolo che segue presenta in modo sintetico ma chiarissimo uno "spaccato" fra le due grandi correnti di pensiero che si fronteggiano negli Stati Uniti in tema di determinazione del valore degli alberghi.

Non c'è dubbio che l'origine di tale dibattito sia di natura fiscale, dal momento che la legislazione statunitense sottopone a imposta la proprietà immobiliare, esentando per contro le cosiddette proprietà "personali". Tale norma ha indotto molti albergatori a ipervalutare questo secondo tipo di proprietà (marchi, avviamento, accordi commerciali, etc.), minimizzando la stima dell'immobile alberghiero. Se un simile approccio è sbagliato, altrettanto può dirsi del metodo valutativo che, benché gradito a molti tribunali U.S.A., ignora completamente l'esistenza di una gestione aziendale che può operare ben oltre i confini fisici della struttura edilizia.

L'utilità di un simile articolo per noi italiani non consiste nello schierarsi da una parte o dall'altra (vista la diversa normativa fiscale in vigore nel nostro paese che non evidenzia un'analogia differenzia impositiva), bensì nel prendere coscienza di tale duplice approccio, troppo spesso ignoto a molti dei nostri valutatori. Quando si valuta un immobile alberghiero, entro quali limiti è corretto ascrivere alla "scatola" anche i meriti (o le colpe) della gestione? L'azienda alberghiera è qualcosa di assolutamente difforme e separabile dall'edificio che la ospita? Queste due domande, volutamente di opposta tendenza, ci introducono direttamente nel cuore dell'articolo di Carl Rizzo.

DUE METODI PER INDIVIDUARE IL VALORE DEGLI ALBERGHI

Carl Rizzo

Il valore di un immobile alberghiero può variare considerevolmente a seconda del metodo di valutazione adottato. Queste disparità sono particolarmente rilevanti nell'attuale clima economico, allorché i valori degli alberghi subiscono pesantemente le oscillazioni del mercato.

La recessione, la stretta creditizia e il crollo della domanda hanno contribuito al vertiginoso declino del settore alberghiero: negli U.S.A. l'ammontare complessivo di tali compravendite è sceso dai 77,4 miliardi di \$ del 2007 ai 2 miliardi del 2009. I prezzi sono calati mediamente del 17%¹, e tale decremento ha colpito soprattutto gli estremi del settore (le tipologie alberghiere di alto livello e quelle più economiche).

I prezzi degli alberghi erano crollati del 32% durante la recessione del 1991. Dopo una lenta risalita fino all'anno 2000, con l'11 settembre 2001 precipitarono di un altro 25%. Dopo di che ripresero a salire, fin quasi a raddoppiarsi intorno al 2006.

Vista la notevole volatilità dei valori alberghieri, gli approcci valutativi possono avere un impatto rilevante sulle compravendite e sull'ammontare delle imposte locali.

Esistono sostanzialmente tre metodi per valutare gli alberghi: il metodo del costo, quello comparativo e quello reddituale. Il metodo del costo riveste un'importanza minimale nelle valutazioni alberghiere, dal momento che ignora fattori economici quali il margine previsionale e i ritorni sull'investimento. Queste correlazioni ai ricavi e al reddito sono fondamentali per gli investitori nelle loro decisioni d'acquisto e pertanto devono essere tenute in debita considerazione nella scelta dell'approccio valutativo.

Parimenti, il metodo comparativo è scarsamente utilizzato, a causa della penuria di compravendite nel settore alberghiero. Inoltre, anche differenze apparentemente irrilevanti fra differenti terreni e/o immobili produce impatti significativi e rende complicato stabilire adeguati sistemi per la comparazione dei prezzi.²

1 Secondo la HVS Consulting & Valuation Services, tale diminuzione è stata addirittura del 45%

2 Si aggiunga il fatto che, proprio nei segmenti caratterizzati da un numero assai limitato di compravendite, ognuna di queste potrebbe essere viziata da decisioni strategiche a più ampio raggio che esulano dal valore della specifica struttura compravenduta: si pensi (quali esempi fra i più comuni) al desiderio di una certa catena di entrare in un comprensorio non ancora presidiato, alla necessità di un albergo di ampliarsi acquisendo una "dependance" o, per contro, a eventuali difficoltà economiche dell'albergatore venditore: nei primi due esempi potrebbero insorgere dei sovrapprezzi, nel terzo caso un fenomeno opposto [NdT]

Il metodo reddituale, invece, conferisce la giusta importanza al mercato alberghiero e alle considerazioni che guidano gli operatori: per questo è considerato l'approccio migliore e risulta largamente il più diffuso. I redditi sono calcolati analizzando i tassi di riempimento per un certo lasso temporale, normalizzando tali tassi sulla base della recente storia di quella struttura. Siccome però i redditi di un albergo derivano dalle immobilizzazioni complessive dell'impresa alberghiera (immobile, altre proprietà tangibili e beni intangibili), allorché si intende determinare il valore del solo immobile a fini fiscali, tutte le componenti del margine operativo che non sono direttamente riconducibili all'immobile stesso devono essere individuate e detratte.

Questo processo richiede due passaggi chiave. Per prima cosa, le altre componenti dell'impresa devono essere separate dalla proprietà immobiliare. Ciò spesso avviene estrapolando dai redditi della struttura la “fee” gestionale pagata dal proprietario al gestore.³ Secondariamente, occorre detrarre anche il valore delle altre immobilizzazioni, definite “FF&E”.⁴

Questo procedimento, tuttavia, è oggetto di molti dibattiti. Vi sono due approcci riconosciuti e utilizzati dai valutatori: il “metodo Rushmore”⁵ e il BEA.⁶ Il BEA è molto più determinato nell'attribuire valore alle componenti alberghiere riconducibili alla proprietà personale che, a differenza degli immobili, non sono tassabili.

Il metodo Rushmore esclude dal valore alberghiero le FF&E, e dal reddito una quota per remunerare il capitale investito in dette FF&E e per consentirne la ricostituzione.

IL BEA va ancora oltre, escludendo anche la “fee” di franchising ed altri beni intangibili, quali l'avviamento, il portafoglio clienti e quello creditizio, nonché le spese di impianto e di avvio dei nuovi alberghi.⁷ Questo approccio, però, è stato criticato per il suo tentativo (spesso eccessivo) di spostare valore in modo sproporzionato dalla

3 Nel caso di albergo gestito direttamente dal proprietario, parrebbe logico simulare comunque una teorica “fee” di mercato, allo scopo di separare la quota di reddito proveniente dall'immobile da quella derivante dall'attività gestionale che parimenti impegna imprenditorialmente detto proprietario [NdT]

4 FF&E, acronimo di “Furnishment, Fitting and Equipment” (arredi, corredi e attrezzature), identifica le altre immobilizzazioni materiali differenti dai beni immobili [NdT]

5 Stephen Rushmore è uno dei massimi esperti di valutazioni alberghiere; dagli anni '80 in poi ha scritto numerosi libri ed articoli su questo settore, con riferimento alle modalità estimative, alla realizzazione di studi di fattibilità, ai modelli che supportano le decisioni di investimento [NdT]

6 BEA è l'acronimo di “*Business Enterprise Approach*”, un metodo che conferisce centralità al ruolo dell'imprenditore alberghiero e porta alla stima del BEV (“*Business Enterprise Value*”), ossia del valore intrinsecamente attribuibile all'impresa alberghiera indipendentemente dall'edificio che la ospita.

7 E' presumibile che in questa voce rientrino, oltre che le modeste spese di costituzione, anche e soprattutto le iniziative e le campagne pubblicitarie per l'inaugurazione e il lancio di nuove strutture, sponsorizzazioni ed eventi straordinari, siti internet, la partecipazione a portali tematici, la gestione attiva dei social media, etc. [NdT]

componente immobiliare a quella imprenditoriale, al solo fine di un'elusione fiscale.

Al contrario, il metodo Rushmore è stato condiviso da molti tribunali come il criterio valutativo più appropriato (sentenze in tal senso si sono registrate negli stati del New Jersey, del Michigan, di New York, del Kansas, e nel Distretto di Columbia).

L'esempio più eclatante è fornito dal “Chesapeake Hotel”, che meglio dimostra quanto possano differire i risultati delle stime adottando questi differenti approcci. La corte riconobbe che, applicando il BEA, la quota di valore attribuibile all'immobile ammontava al 36% e privilegiò il metodo Rushmore, che stimava tale quota pari al 60%. Sebbene la sentenza precisasse che tale caso *“non doveva essere interpretato come un pronunciamento definitivo sulle tecniche di valutazione finalizzate a estrapolare il valore immobiliare dal complessivo valore dell'impresa alberghiera”*, lo stesso originò un'onda lunga che rafforzò la convinzione che il metodo Rushmore fosse preferibile al BEA nelle stime alberghiere a fini fiscali.

Il frequente utilizzo del metodo Rushmore da parte degli esperti e il suo diffuso riconoscimento presso i tribunali statunitensi ha consolidato tale approccio quale principale metodologia. Mentre il BEA sembra maggiormente utile nel determinare il valore immobiliare di altre tipologie strutturali (poli multifunzionali, catene di supermercati, centri commerciali), gli alberghi costituiscono una categoria a sé stante. Benché i proprietari di alberghi continuino a evocare l'utilizzo del BEA nel tentativo di ridurre la quota immobiliare del reddito alberghiero, è indubbio che stiano percorrendo una strada in salita, stante la marcata preferenza che i tribunali hanno ormai accordato al metodo Rushmore.