



Il seguente articolo affronta un argomento che, nella sua specificità, riveste la massima importanza: la metodologia per determinare un adeguato tasso di capitalizzazione per gli immobili alberghieri.

L'utilizzo di tale tasso è fondamentale nelle valutazioni di natura reddituale, all'interno delle quali, come noto, oscillazioni anche limitate del saggio causano ampie differenze nel risultato della stima. E proprio alla necessità di adottare approcci reddituali, Paolo Trentini dedica un lunghissimo *excursus*, evidenziando le posizioni dei vari standard internazionali e italiani: precisazione attentamente dettagliata e motivata, quanto mai apprezzabile in un contesto dove troppo spesso capita ancora di imbattersi in valutazioni alberghiere eseguite richiamando fantasiosi valori a mq. Talvolta, questi valori vengono attribuiti all'O.M.I. (che, come noto, non rileva quotazioni per gli immobili alberghieri); in altre circostanze si richiamano compravendite di comparabili. In tutti questi casi, purtroppo, l'estensore della valutazione sembra dimenticare che gli operatori di mercato stimano le strutture ricettive in ragione delle loro capacità d'accoglienza (camere, posti letto, etc.), non certo in base alla loro superficie.

E' quindi molto prezioso questo lavoro dell'Ing. Trentini, che riporta la barra del timone verso le metodologie reddituali, troppo spesso misconosciute all'interno delle valutazioni, soprattutto di quelle che si vedono circolare nei nostri Tribunali, con asserzioni e risultati che costituirebbero autentiche pagine di fine umorismo, se non fosse per le gravissime distorsioni che purtroppo riverberano sulla giustizia civile e tributaria.

In termini tecnici, molto interessante è il metodo proposto dall'Autore, che per la costruzione del tasso di capitalizzazione adotta un approccio C.A.P.M. in analogia con quanto avviene per i saggi di attualizzazione.

## **VALUTAZIONE DELLE STRUTTURE RICETTIVE: IL SAGGIO DI CAPITALIZZAZIONE**

*Paolo Trentini*

Nel presente articolo si desidera esporre alcune considerazioni derivanti dalla personale esperienza nella valutazione delle strutture ricettive, al fine di condividerle con i colleghi, ovviamente senza alcun intento didattico, bensì di semplice confronto.

Il procedimento estimativo nel seguito descritto, sempre in termini generali e concettuali, mai quantitativi, si basa sostanzialmente su quanto acquisito da letteratura e articoli di settore, seppur con lievi rielaborazioni volte alla coesione e interpolazione di metodologie in parte differenti, al fine di disporre di un algoritmo compatibile con i dati generalmente a disposizione, nella quotidianità della pratica professionale.

In tale contesto, caratterizzato inevitabilmente da più elementi oggetto di considerazioni ed assunzioni da parte del valutatore, nell'ambito della singola perizia, si è cercato di personalizzare in particolare quella relativa alla determinazione del saggio di capitalizzazione, che verrà nel seguito esposta.

Per introdurre il tema estimativo nel suo quadro più generale, si richiama in primis l'appendice A.2 delle Linee Guida ABI 2022, dedicata alla "Valutazione di Asset Speciali", che come noto affronta la complessa tematica degli hotel e delle strutture ricettive in genere. Il documento spiega che *"il mercato italiano delle strutture ricettive, caratterizzato da un'elevata varietà e frammentazione dell'offerta alberghiera, dalla prevalenza di operatori indipendenti e gestioni di tipo familiare, da una scarsa penetrazione da parte delle catene alberghiere e dalla presenza di svariate tipologie e standard qualitativi, necessita sempre più, nell'ambito della valutazione immobiliare, di un approccio e una conoscenza specifica del settore, sia in relazione agli aspetti immobiliari che in relazione agli aspetti di natura gestionale. Per proprietà adibite ad attività commerciale si intende qualsiasi tipo di proprietà destinata a uno specifico tipo di attività commerciale, dove il valore della proprietà è fortemente collegato al potenziale commerciale di tale attività. Il valore di un hotel è infatti fortemente correlato sulle potenzialità produttive dell'attività alberghiera che si svolge all'interno dell'immobile stesso. Un potenziale acquirente comprerà l'albergo sulla base dei futuri profitti che un operatore ragionevolmente efficiente dovrebbe conseguire dall'utilizzo della proprietà. Per tale ragione la valutazione deve considerare, oltre agli aspetti intrinseci dell'immobile, anche gli aspetti propri della gestione alberghiera e del*

*mercato di riferimento”.*

Detta appendice delle Linee Guida ABI prosegue precisando che: *“il Metodo generalmente utilizzato per la determinazione del valore di mercato di un Albergo è quello della capitalizzazione finanziaria ovvero dei flussi di cassa attualizzati (DCF analysis)”.*

Come spiegato anche dal *Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)* nel documento Valutazione degli immobili a destinazione turistico-ricettiva: *“si deve partire dal presupposto che il valore di un immobile a destinazione [ricettiva] è legato alla capacità dello stesso di produrre reddito e quindi non si può prescindere anche da un’analisi di tipo gestionale (valutazione delle Commercial Properties VPGA4 del Red Book).*

Ed ancora viene precisato da RICS che *“in ogni caso è necessario acquisire e analizzare criticamente i dati gestionali storici e stimare le performance prospettiche [della struttura ricettiva] oggetto di Valutazione”.* Per quanto concerne la *“Valutazione in Vacant Possession, questa si applica quando il proprietario e il gestore [della struttura ricettiva] coincidono. Per la determinazione del valore dell’immobile alberghiero sarà pertanto necessario prendere in considerazione il conto economico della gestione [...], avendo l’accortezza di inserire tutti gli eventuali costi di gestione e immobiliari fra i quali anche una ‘notional management fee’ per tenere conto della remunerazione del gestore. Il valore dell’immobile sarà pertanto determinato sulla base dei flussi netti derivanti dalla gestione della struttura”.*

Come riportato negli IVS *“i diversi metodi di valutazione che rientrano nella nozione generale di approccio basato sui risultati attesi presentano la caratteristica comune che il valore è basato su un reddito effettivo o stimato che è, o può essere, ottenuto dal titolare del diritto inerente a immobili. Nel caso di investimenti immobiliari, tale reddito potrebbe presentarsi sotto forma di rendita da locazione. In un immobile ad uso del proprietario potrebbe essere il canone di locazione presunto (o risparmiato) basato sulla spesa che il proprietario dovrebbe sostenere per affittare uno spazio equivalente. Quando un edificio è adatto soltanto per un particolare tipo di attività commerciale, il reddito è spesso legato ai flussi di cassa effettivi o potenziali che spetterebbero al proprietario di quell’edificio dall’attività commerciale. L’uso del potenziale commerciale di un immobile a fini valutativi viene spesso designato “metodo dei profitti”.*

Tenuto conto di quanto sopra ne consegue la necessità di elaborare la valutazione delle strutture ricettive secondo il “*Metodo Finanziario*” (punto N.2 delle Linee Guida ABI) che: “*comprende i procedimenti per analizzare la capacità di generare benefici monetari di un immobile e la possibilità di convertire questi benefici nel valore capitale*”.

Per completezza si ricordano alcune definizioni delle Linee Guida che risultano di interesse in quanto pertinenti al caso in esame.

- Il canone di mercato è “*l’ammontare stimato per il quale un determinato immobile può essere concesso in uso alla data della valutazione da un locatore a un locatario, essendo entrambi i soggetti non condizionati, con interessi opposti, alle condizioni di locazione adeguate e dopo una normale attività di marketing durante la quale entrambe le parti hanno agito con eguale capacità, con prudenza e senza alcuna costrizione*” (punto N.2.2.1 delle Linee Guida ABI).
- Il saggio di capitalizzazione “*è un saggio che converte il reddito di un immobile in valore capitale. Nei procedimenti di capitalizzazione, il saggio di capitalizzazione mira a prevedere il valore di mercato di un immobile, ossia il suo più probabile prezzo di mercato nel particolare segmento di mercato di appartenenza*” (punti N.2.2.2 e N.2.2.2.1 delle Linee Guida ABI). Come indicato nel Codice delle Valutazioni di Tecnoborsa, IV edizione “*il saggio di capitalizzazione è il saggio di sconto applicato nelle operazioni finanziarie prefigurate nel procedimento di stima per capitalizzazione del reddito*”.
- Il saggio di rendimento interno è “*il saggio che eguaglia il valore attuale dei ricavi con il valore attuale dei costi di un investimento. È il saggio per il quale il valore attuale netto dell’investimento è nullo*” (punto N.2.2.3 delle Linee Guida ABI).

Riepilogando in estrema sintesi quanto fin qui esposto, il procedimento estimativo prevede l’elaborazione di un bilancio medio ordinario “lato attività”, ovvero relativo alla gestione della struttura ricettiva, in base al quale determinare il canone di mercato, ovvero sostenibile, tenendo adeguatamente conto della necessaria remunerazione del gestore.

È opportuno precisare che i redditi dell’immobile “*devono essere valutati in base alla definizione, senza tenere conto del canone corrente, laddove non si ritenga appropriato e sulla base dei dati derivanti dal mercato*”. “*Per immobili nei quali si svolge un’attività produttiva speciale e per i quali non è attivo il mercato degli affitti, il canone annuo di mercato può essere calcolato tramite un bilancio estimativo, medio, ordinario, annuo riferito all’attività di impresa esercitata nell’immobile*” (punto N.2.4.2.2 delle Linee Guida ABI). Relativamente al canone lordo RICS precisa che “*il canone di mercato per una struttura ricettiva corrisponde al canone sostenibile che è quello che consente un’equa ripartizione del risultato operativo della gestione alberghiera tra*

locatore e gestore, e che quindi assicura al gestore un'adeguata remunerazione dell'attività svolta e al proprietario un rendimento adeguato”.

L'algoritmo della valutazione sposta quindi l'attenzione, nella seconda parte del procedimento, sul conto economico della proprietà, tramite elaborazione di un bilancio medio ordinario che considera da un lato i ricavi lordi del canone di locazione, dall'altro i costi a carico di chi possiede l'immobile, ovvero dell'investitore. Al riguardo si riportato nel seguito i riferimenti per una migliore individuazione di queste voci.

Si ricorda che il “Metodo della Capitalizzazione Finanziaria” definito dalle Linee Guida ABI è “il procedimento di capitalizzazione finanziaria [che] applica il calcolo finanziario alla serie dei redditi annuali e del valore di rivendita al termine del periodo di disponibilità dell'immobile da stimare” e si richiamano le seguenti definizioni.

- Il reddito da capitalizzare è “calcolato al netto delle spese”.
- Il reddito netto è “il reddito di un immobile al netto delle deduzioni per i costi a carico del proprietario, calcolati su base annua. La stima dei costi riguarda le singole voci di spesa, indicate a titolo esemplificativo nelle seguenti:” (punto N.2.4.2 delle Linee Guida ABI) amministrazione; manutenzione; assicurazione; ammortamento, imposte; sfritto e inesigibilità; costo di adeguamento alle normative; interessi su anticipazioni e sui capitali fissi; somme corrisposte a terzi, secondo il contratto e la normativa”.

Individuati, ovvero stimati, i ricavi lordi e netti lato proprietà, si potrà quindi procedere alla determinazione del valore di mercato dell'immobile attività, previa determinazione dei saggi da applicare (saggi di indicizzazione dei costi e dei ricavi, saggio di rivalutazione e di capitalizzazione (indicato di seguito con la  $i$ )), tramite ad esempio la seguente formula (fonte: “stima di un immobile a destinazione alberghiera” – di Marina Ciuna).

$$V = \frac{R \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+i}\right)^n}{i-g} - C \cdot \frac{1 - \left(\frac{1+b}{1+i}\right)^n}{i-b}}{1 - \left(\frac{1+d}{1+i}\right)^n}$$

- $V$  = valore di mercato dell'immobile da stimare (euro);
- $RL$  = reddito lordo del primo anno dell'immobile da valutare (euro/anno);
- $C$  = costo di esercizio del primo anno dell'immobile da valutare (euro/anno);
- $n$  = durata del periodo previsto di disponibilità dell'immobile fino alla rivendita (anni);
- $d$  = saggio di svalutazione/rivalutazione annuo dell'immobile (con  $i > d$ );
- $g$  = saggio di variazione annuo del reddito (con  $i > g$ );
- $b$  = saggio di variazione annuo del costo di esercizio (con  $i > b$ ).

Il metodo della capitalizzazione finanziaria (*yield capitalization*) applica infatti il calcolo finanziario per trasformare la serie dei redditi (attualizzati tramite i saggi di variazione nel tempo) dell'immobile da stimare nel suo valore attraverso il saggio di capitalizzazione.

Come anticipato, si desidera in questa sede porre l'attenzione sul saggio di capitalizzazione, esponendo le proprie considerazioni in merito. Si ricorda in primis che, in generale, *“il saggio di capitalizzazione è una grandezza derivata dal rapporto tra il canone di mercato e il prezzo di un immobile”* (punto N.2.4.4 delle Linee Guida ABI). In assenza di dati di mercato relativi al segmento immobiliare in oggetto da cui sia possibile estrarre in modo diretto il saggio ricercato (come accade costantemente per la personale esperienza, quantomeno per il contesto territoriale in cui ho avuto modo di operare), una possibile alternativa può essere l'approccio di tipo economico finanziario per la determinazione dello stesso.

Al fine di individuare quindi il saggio di capitalizzazione, si può fare riferimento anche a quanto previsto dalle Linee Guida ABI *“il saggio di capitalizzazione può essere calcolato, in mancanza di dati di mercato e/o per verifica, in modo indiretto attraverso: i) la media ponderata tra il saggio di capitalizzazione del mutuo immobiliare e il saggio di rendimento dell'investimento immobiliare rappresentato dall'immobile da valutare”*.

Come noto dalla letteratura di settore è possibile individuare un saggio di capitalizzazione che si basi sulla composizione del capitale, distinguendo tra capitale proprio e capitale di terzi. Il tasso di capitalizzazione calcolato è assimilabile al costo medio ponderato del capitale, o WACC, cioè un tasso che presuppone la presenza di una leva finanziaria e differenti tassi di remunerazione della componente di *equity* e di debito. In questa tecnica il tasso di capitalizzazione dovrebbe incorporare la combinazione di rendimento e rischio più appropriati per la valutazione, avente oggetto l'*asset* di riferimento per ognuna delle due forme di capitale. Di seguito si elencano in tabella le voci che, nel modello proposto, compongono il WACC.

$$WACC = \frac{E}{K} r_e + \frac{D}{K} r_d (1 - t_c)$$

E=	ammontare di capitale proprio
D=	ammontare di capitale a debito
K =	capitale complessivamente investito nel progetto (E+D)
r <sub>e</sub> =	tasso di rendimento richiesto/atteso per capitale proprio (costo del capitale proprio)
r <sub>d</sub> =	tasso di rendimento richiesto/atteso per capitale a debito (costo del capitale debito)
t <sub>c</sub> =	aliquota fiscale

Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC)
Percentuale del capitale proprio - E
Percentuale del capitale a debito -D
Saggio di rendimento richiesto/atteso per capitale proprio - $r_e = RFR + MRP + \text{alfa}$
Saggio di rendimento richiesto/atteso per capitale a debito - $r_d$
Aliquota fiscale - $t_c$
Risk free rate
Premium risk rate + alfa

È quindi necessario stabilire, ovvero assumere, i saggi di rendimento della parte di *equity* e della parte di debito. Per quanto concerne il secondo, pare ragionevole fare riferimento ai tassi applicati dai principali istituti di credito, per il finanziamento finalizzato alla costruzione o all'acquisto di immobili non residenziali destinati alla locazione.

Nel merito invece del saggio relativo al capitale proprio, il problema appare più complesso. Un possibile approccio può essere quello di determinare tale saggio come composizione di una quota parte direttamente dedotta dal mondo finanziario, integrata da una seconda che permetta una possibile, realistica e giustificata correlazione con il mercato immobiliare. In altri termini si vuole individuare il saggio della quota di equity come somma di una parte squisitamente finanziaria, costituita dal rischio base (Risk free rate) e dal rischio di investimento (Premium risk rate) alla quale si intende sommare una quota denominata *alfa*, specifica del mercato di riferimento.

Personalmente ritengo ragionevole il riferimento ai titoli di Stato (ed ai relativi tassi medi di rendimento nell'arco dell'ultimo semestre o anno), con durata analoga (ovvero prossima) al periodo di possesso dell'immobile (pari, ad esempio, all'ordinaria durata del contratto di locazione, comprensiva del primo rinnovo automatico) per la quantificazione del rischio base. Per il rischio di investimento è invece possibile affidarsi al tasso determinato, con cadenza solitamente trimestrale o semestrale, da specifiche Società internazionali di consulenza finanziaria.

Rimane quindi la necessità, per mettere in correlazione il saggio ricercato a quello realisticamente attendibile dall'investimento immobiliare di interesse, ragionare sulla composizione ed assunzione del termine *alfa*. A tal fine si sceglie di porre l'attenzione su alcune caratteristiche intrinseche ed estrinseche dell'immobile attività, ritenute

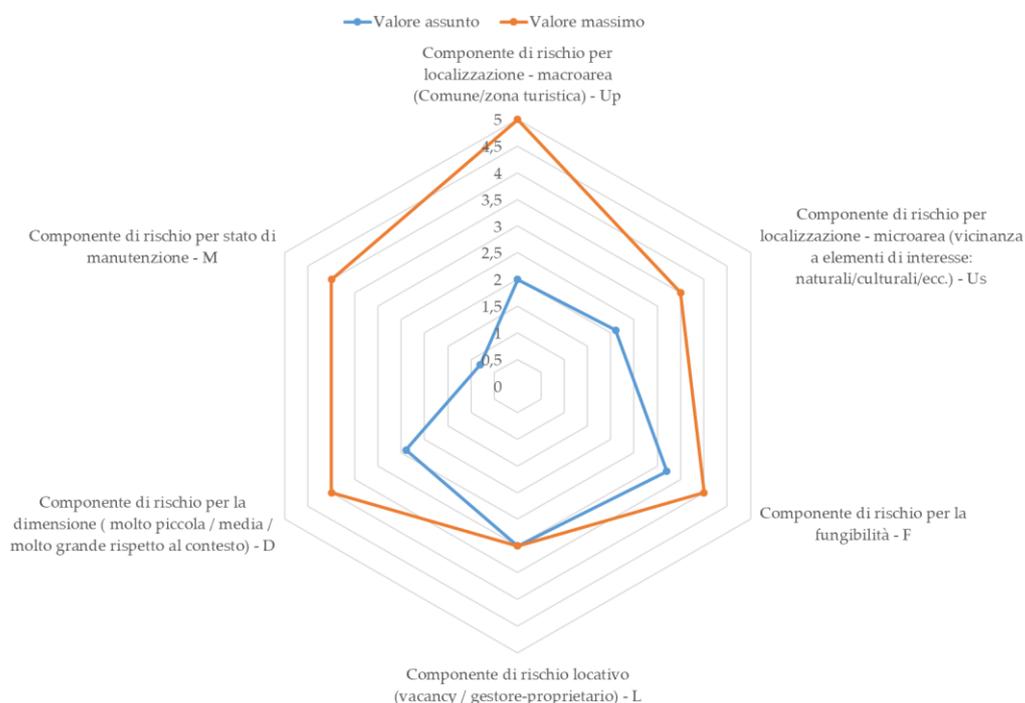
rappresentative del fattore di rischio che caratterizza l'investimento, assegnando a ciascuna di queste un valore compreso in un intervallo prestabilito, valutando ogni voce nel contesto in cui si colloca l'immobile di riferimento. Un esempio di aspetti da considerare è proposto nella seguente tabella.

Quantificazione del rischio associato alla tipologia immobiliare - Premium risk rate
Tasso base di equity risk premium (MRP) nel periodo (fonte KPMG)
Componenti del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)
Componente di rischio per localizzazione - macroarea (Comune/zona turistica) - Up
Componente di rischio per localizzazione – microarea (vicinanza a elementi di interesse: naturali/culturali/ecc.) - Us
Componente di rischio per la fungibilità - F
Componente di rischio locativo (vacancy / gestore-proprietario) - L
Componente di rischio per la dimensione (piccola / media / molto grande rispetto al contesto) - D
Componente di rischio per stato di manutenzione - M
Calcolo area massima rischio specifico
Calcolo area di rischio specifico dell'immobile
<b>Determinazione del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)</b>

Per giungere al valore *alfa* ricercato, sintesi del livello di rischio, è possibile quindi procedere ad una quantificazione secondo il seguente algoritmo (liberamente tratto dalla fonte: “*Saggi immobiliari e finanziari a confronto - nuovo corso di estimo immobiliare* - Autori: Dott. Carlo Frittoli e Geom. Fulvio Venturini).

- Assegnazione di un valore (compreso in un intervallo predeterminato) a ciascuna delle caratteristiche sopra indicate, in relazione al contesto in cui si opera,
- Assegnazione di un peso (ad esempio come frazione dell'unità), a ciascuna delle suddette caratteristiche;
- Calcolo dell'indice per ciascuna caratteristica, come prodotto del rispettivo valore per il relativo peso;
- Calcolo dell'indice massimo per ciascuna caratteristica, come prodotto del massimo valore per il relativo peso;
- Calcolo del rapporto (ovvero della radice quadrata del rapporto) tra le somme delle rispettive aree, espresse da un grafico a radar, detto anche a ragnatela (di seguito un'immagine di esempio).

### Determinazione del coefficiente alfa (asset-specific risk factors)



La radice quadrata del rapporto tra l'area massima e quella individuata per il caso specifico, indicherà la frazione dell'unità che potrà essere tradotta nel fattore *alfa*, cioè nella quota aggiuntiva del saggio ricercato, previa assunzione da parte del valutatore del valore massimo (in termini di saggio) a cui potrà tendere il suddetto termine.

Sta inevitabilmente alla sensibilità del valutatore assegnare i valori e pesi opportuni a ciascuna delle caratteristiche scelte come rappresentative, oltre che stabilire il valore massimo che possa assumere il fattore *alfa*, al fine di ottenere come risultato finale (ovvero il WACC, come espressione del saggio di capitalizzazione) una correlazione realistica ed il più possibile calibrata tra rendimento dell'immobile attività e valore di mercato.

Tutto ciò ricordando che l'obiettivo di questa parte di algoritmo consiste nell'individuare, ovvero nel simulare al meglio, il rischio di investimento.