



Questo testo di De Roos affronta in modo chiaro e sintetico uno dei principali problemi della letteratura nordamericana sulla valutazione degli alberghi: la determinazione e separazione del valore immobiliare da quello dell'impresa. Se questo argomento risulta quanto mai rilevante negli Stati Uniti per le sue implicazioni fiscali, ciò nondimeno deve essere affrontato con attenzione da qualsiasi professionista, in qualunque nazione, si accinga a valutare una struttura ricettiva. Il primo insegnamento che possiamo trarre da questo articolo, infatti, consiste nella constatazione che **la valutazione di un albergo necessita di competenze specifiche di economia aziendale e di marketing settoriale**: chi si avvicina a questo genere di stime applicando l'inadeguato criterio dei costi di costruzione o adottando i meri dati di bilancio dell'azienda esistente ha ben poche probabilità di pervenire a un valore affidabile!

E' invece essenziale comprendere quali sono i fattori produttivi che compongono l'attività aziendale. L'immobile è uno di questi fattori, ma esistono pure le altre immobilizzazioni materiali, le immobilizzazioni immateriali (ad es. marchi, accordi commerciali, "avviamento", etc.), il capitale circolante (ossia le risorse finanziarie costantemente impegnate nell'attività), il ruolo manageriale, il rischio d'impresa. De Roos focalizza l'attenzione sul concetto di "residualità" fra tali fattori. In altre parole: a quali di queste risorse il valutatore deve attribuire una remunerazione prefissata e quale invece sarà l'unica risorsa a dovere essere stimata in termini residuali, come incognita dell'equazione dopo che saranno state remunerate tutte le altre? Quest'ultima risorsa potrà godere di eventuali surplus, ma anche subire eventuali riduzioni di stima, a complemento del processo valutativo.

Una risposta univoca non esiste, ma occorre differenziare caso per caso.

E' evidente che, qualora il ruolo direttivo/gestionale sia espressamente remunerato con un compenso ad hoc, tale risorsa non può considerarsi "residuale". Ed essendo facile predeterminare tale compenso (in forma fissa, variabile, semifissa) e individuare gestori potenziali, a questo fattore è possibile attribuire una

remunerazione di mercato. Attenzione: **tale costo va sempre calcolato**, sia che esista materialmente (per la presenza di un gestore), sia che risulti solo figurativo (ad es. albergo gestito direttamente dal proprietario).

La remunerazione delle risorse finanziarie impiegate nella struttura (immobilizzazioni materiali e capitale circolante) va stimata ai tassi di mercato delle gestioni alberghiere.

Maggiori difficoltà comportano le immobilizzazioni immateriali, essenza dello scritto di De Roos. Nel confronto fra valore dell'azienda e dell'immobile, quale è "fisso" e quale riveste un ruolo "residuale"? De Roos non risponde nello specifico a tale quesito, per cui proviamo ad accennare un'ipotesi.

Non si può partire da una visione univoca, ma è bene calarsi nella situazione specifica. Se in un comprensorio territoriale esiste un unico albergo per un raggio di miglia, è evidente che l'appartenenza o meno a determinate catene o il possesso di un certo marchio passeranno in secondo piano rispetto all'**esistenza di quell'immobile in quel preciso contesto**: una volta pagata un'eventuale "fee" per tale marchio, l'immobile rivestirà quindi valenza "residuale", risultando l'incognita della "equazione di stima".

Avviene il contrario in una zona urbana ricca di strutture alberghiere: qui **marchi, catene, sistemi gestionali possono fare la differenza**; al contempo, sarebbe assai facile per il gestore X trasferirsi dall'immobile "A" al "B" e pagare un "canone locativo" strettamente commisurato alle caratteristiche fisiche dei due edifici, non certo alle prerogative gestionali di X rispetto a un altro gestore. In un caso del genere il valutatore deve essere abile, tramite una consolidata conoscenza del segmento locale di mercato alberghiero, delle modalità contrattuali e dell'economia aziendale di un'impresa alberghiera, a distinguere il cosiddetto profitto "normale" dall'extraprofitto derivante da una gestione particolarmente brillante o dal subprofitto conseguente a una gestione inadeguata. Come bene illustra De Roos, che propugna un'analisi per flussi di cassa variabili e non per capitalizzazione diretta, **gli introiti derivanti dalla gestione "normale" sono ascrivibili all'immobile**, mentre gli "extra" o i "sub" possono incidere sul valore immobiliare solo limitatamente al periodo per il quale se ne stima il perdurare e nella misura in cui modificano il reddito immobiliare, non quello aziendale.

IL VALORE DEI SURPLUS GESTIONALI NEGLI ALBERGHI

Jan A deRoos, Cornell University, New York

Il testo “Appraisal of Real Estate” (manuale di stime immobiliari edito da “Appraisal Institute”, 2001) stabilisce:

“L'esistenza di una componente di proprietà intangibile personale in alcuni immobili è stata largamente riconosciuta per anni. Fra i molti termini utilizzati per descrivere questo fenomeno, BEV (Business Enterprise Value) è il più diffuso. Questa affermazione ha suscitato attenzioni nell'ambito di processi che richiedono una separazione della componente immobiliare dal valore di mercato dell'intera impresa.”

Molto spesso l'esigenza di determinare il BEV deriva dal fatto che i beni personali (tangibili e intangibili) non sono soggetti alle imposte sulla proprietà [a differenza degli immobili, NdT]. Se una quota del valore di mercato delle componenti di un immobile può essere considerata un bene personale, tale quota viene detratta nel calcolo della tassazione sulla proprietà. In assenza di regolamentazioni, ne consegue un'evidente sollecitazione ad attribuire al BEV una notevole percentuale del valore di un immobile. La stima del BEV è argomento fortemente controverso: i valutatori si dividono fra coloro che ritengono che, rispetto al valore complessivo dell'immobile, questa componente sia molto rilevante e quelli che la ritengono relativamente modesta.

Il settore alberghiero è utile a contestualizzare il dibattito. Tutti sono d'accordo, nella valutazione del bene immobile, a dedurre dai flussi di cassa utilizzati per stimare il valore di mercato della struttura alberghiera:

- le “fee” per il gestore, quelle per il marchio e l'eventuale “franchisor”
- una riserva per arredi, corredi e attrezzature.¹

Inoltre, tutti convengono sulla necessità di dedurre dalla stima immobiliare anche il valore di tali immobilizzazioni materiali.

Per contro, è assai controverso affermare che, siccome lo sfruttamento di un certo marchio internazionale permette di conseguire incassi medi superiori al normale, e quindi flussi di cassa più elevati, queste capacità imprenditoriali producano un valore addirittura superiore a quello dell'immobile. I sostenitori di questo argomento dicono che gli eccellenti risultati raggiunti dall'impresa non sono dovuti all'immobile, ma al BEV. Gli oppositori sono convinti che tali risultati dipendono dall'ubicazione e dalle

¹ FF&E, acronimo di “Furnishment, Fitting and Equipment” (arredi, corredi e attrezzature), identifica le altre immobilizzazioni materiali differenti dai beni immobili [NdT]

caratteristiche dell'albergo quale immobile. Vista la difficoltà nel dirimere questa controversia, il dibattito resta aperto.

Il fondamento economico del BEV

Questi due schieramenti si focalizzano su differenti interpretazioni della teoria economica. Entrambi si rifanno al classico modello sui “fattori della produzione”. La differenza principale consiste nella determinazione di quale, fra questi fattori, sia da assumere a riferimento.²

Da un lato si considerano i tre classici fattori (terreno, lavoro e capitale): l'ubicazione fornisce un potere monopolistico che risulta determinante. Ne consegue che la produzione di servizi connessi all'immobile [nel caso, servizi alberghieri, NdT] è necessaria per far sì che la proprietà fondiaria sia utilizzata nel miglior modo possibile³: l'attività alberghiera diventa semplicemente un fattore produttivo [applicato al bene prioritario, ossia il terreno, NdT]. Il BEV esiste solo in alcune limitate circostanze e svariati autori, allorché lo riconoscono, lo definiscono di durata transitoria. Esso deriva dalla temporanea abilità di un proprietario immobiliare di conseguire un extraprofitto. Per costoro, il BEV esiste solo allorché tale extraprofitto sia dovuto alle capacità del gestore, il quale però non ne gode interamente, essendo costretto a girarlo al proprietario dei muri in ragione del contratto sottoscritto con lui. Secondo questa impostazione, il gestore diventa una sorta di lavoratore specializzato, il quale non possiede il potere monopolistico derivante dall'ubicazione, per cui non può rivendicare diritti aggiuntivi. Solo quei diritti che possono essere trasferiti indipendentemente dall'immobile possono essere considerati BEV.

Vandell (1999) traccia una visione ancor più limitata del BEV, asserendo che le sue uniche componenti consistono nella remunerazione delle proprietà personali impiegate in albergo (FF&E) e nell'utile della rivendita di prodotti ai clienti, come ad esempio le utenze, qualora siano acquistate a un determinato costo e conteggiate agli ospiti a un prezzo maggiore.

Sul fronte opposto si schierano i fautori del modello a quattro fattori di produzione

2 L'autore lo definisce “*residual factor*”. Il termine “residuale” contraddistingue quel fattore la cui remunerazione sia variabile, seguendo il risultato economico dell'impresa, dopo aver remunerato tutti gli altri fattori produttivi a costi e tassi di mercato [NdT]

3 L'autore utilizza la definizione “*highest and best use*”. Non a caso, trattasi della stessa locuzione citata nelle tecniche di valutazione immobiliare a valori di mercato: l'esperto deve individuare l'utilizzo concretamente ipotizzabile in grado di massimizzare il valore del bene al netto di eventuali costi aggiuntivi [NdT]

(terreno, lavoro, capitale e imprenditorialità), ciascuno dei quali può essere assunto quale “residuale”. Costoro affermano che è il gestore, come imprenditore soggetto a rischio, a ricevere gli incassi e gli utili marginali derivanti dallo sfruttamento della proprietà dopo aver remunerato tutti gli altri fattori produttivi a tassi di mercato. Eventuali profitti d'impresa che eccedessero la normale remunerazione di mercato sul capitale investito costituirebbero quindi il surplus del gestore: il fattore di produzione residuale non è il terreno (o l'immobile), ma l'impresa. L'imprenditore paga il terreno/immobile, investe il capitale per migliorare la struttura e impiega lavoro per produrre servizi immobiliari/alberghieri. E' l'abilità dell'imprenditore nell'orchestrare gli altri fattori che crea un extra rispetto alla semplice somma dei valori di mercato di tutte le componenti.

Nella pratica, il BEV viene stimato ripartendo il valore complessivo dell'impresa alberghiera fra l'immobile, le proprietà personali tangibili e quelle intangibili. Esistono molti articoli metodologici che forniscono indicazioni per la stima del BEV. Alcuni dimostrano che il BEV può valere fra il 30% e il 60% del valore complessivo di un'impresa alberghiera, secondo che sia ubicata in una grande città o in una zona rurale. Simili stime hanno ovviamente attirato gli strali degli uffici preposti alle imposte sulla proprietà, dato che queste ingenti valutazioni del BEV hanno contravvenuto decenni di prassi consolidate.

Implicazioni dei fondamenti teorici

Per chi sposa il concetto per cui il fattore produttivo “residuale” sia il terreno, il valore dell'impresa alberghiera coincide sostanzialmente con quello dell'immobile, fatte salve le ovvie deduzioni menzionate in precedenza da Vandell. Il fatto che si debbano utilizzare capacità imprenditoriali per realizzare servizi immobiliari/alberghieri viaggia con l'immobile stesso, non essendo separabile da questo. [..... omissis.....]

Il concetto di trasferibilità è il punto cruciale per entrambi gli schieramenti. Dato che l'impresa è trasferibile separatamente dall'immobile, può essere prezzata in modo distinto dagli altri fattori produttivi. Reilly e Schweich (1999) hanno proposto un test per i beni intangibili. La condizione ricorrente è che il BEV sia fondato su un insieme di diritti di proprietà che siano caratterizzati legalmente dalle seguenti peculiarità:

- identificazione specifica e descrizione riconoscibile
- esistenza legale tutelabile

- proprietà privata legalmente trasferibile
- espressioni concrete, quali contratti, licenze, liste di clienti, bilanci
- nascita del diritto in un preciso momento o come risultato di uno specifico evento
- rischio di futura estinzione del diritto quale risultanza di uno specifico evento.

Applicando questa definizione per i beni intangibili, è chiaro che il BEV nell'immobiliare, se esiste, deve essere valutato tramite la stima dei diritti di proprietà. Se non ve ne sono, diventa difficile supporre che esista un bene senza una manifestazione legale del suo risultato economico. Se tale risultato è legato all'immobile e non può esserne separato, allora segue l'immobile. Se invece può venirne separato, allora si genera il BEV. La stima del BEV può avvenire così:

- si stimano i flussi di cassa e si capitalizzano per ottenere la stima dell'impresa;
- si stimano i flussi di cassa "normali" e si capitalizzano per stimare l'immobile;
- detraendo il secondo importo dal primo si determina il BEV.

Questo metodo ipotizza che il BEV sia un flusso a lungo termine e possa pertanto venire capitalizzato. Inoltre, assume che il BEV esista indipendentemente dall'individuazione dei diritti di proprietà. Di solito, invece, un'accurata stima del BEV richiede una precisa identificazione dei diritti che devono essere valutati e del tempo per il quale gli stessi potranno esistere.

Facendo un esempio, si immagini che il proprietario di alberghi X incarichi Y di gestire uno dei suoi alberghi stabilendo un compenso fisso. Si ipotizzi che Y lavori molto bene e generi flussi di cassa extra per X. Ciò implica che Y ha sottostimato il proprio servizio a beneficio di X. Questo beneficio è trasferibile con l'albergo o è strettamente connesso alle capacità di Y? Se X vende l'albergo, il nuovo proprietario non avrà la stessa abilità di Y. In tutti i casi, comunque, il BEV si rivela transitorio. Anche se X mantenesse l'immobile in proprietà, l'eccedenza sui flussi di cassa può essere capitalizzata solamente se si ritiene che Y continui a sottostimare il proprio servizio e non pretenda di rinegoziare l'incarico.

Per questo motivo la valutazione del BEV deve utilizzare la metodologia dell'attualizzazione dei flussi di cassa e non quella della capitalizzazione diretta. Una volta identificati i flussi di cassa eccezionali e l'orizzonte temporale lungo il quale si ripetono, è possibile attualizzarli adottando un appropriato tasso di sconto. Invece, il valore di mercato dell'immobile può essere stimato tramite capitalizzazione diretta dei "normali" flussi di cassa a lungo termine.

Conclusioni

E' presumibile che il dibattito sul BEV prosegua per molti anni. Questo articolo ha cercato di trasferire il dibattito sui fondamenti economici evidenziando le implicazioni proprie a ciascuna delle due posizioni dominanti. In ultimo, l'approccio "corretto" dipende dai valori e dalle logiche degli individui, ma le conseguenze di tali approcci non possono essere ignorate. Abbiamo suggerito un modello che utilizza l'attualizzazione dei flussi di cassa per stimare il BEV. I modelli di capitalizzazione diretta ignorano importanti principi economici, specialmente sulla precisa identificazione dei diritti che vengono valutati.