

*Ing. Federico Viganò*  
*Ricercatore di Sistemi per l'Energia e l'Ambiente*  
*Dipartimento di Energia del Politecnico di Milano*  
*Via Lambruschini 4/A*  
*20156 Milano*  
[federico.vigano@polimi.it](mailto:federico.vigano@polimi.it)  
*PEC: [federico.vigano@widipec.it](mailto:federico.vigano@widipec.it)*

**Tribunale di Milano**  
**Sezione Fallimentare**

**Fallimento PRO.GE.CO. S.r.l., R.G. n. 78/2018**  
**Giudice delegato: Dott.ssa Vincenza Agnese**

**Aggiornamento della Relazione peritale di stima del 10/07/2020**  
**12/12/2023**

L'Ing. Federico Viganò, in qualità di perito nominato dal Curatore fallimentare Dott.ssa Patrizia De Cesari (cfr. istanza n. 7 del 10/02/2020, autorizzata in data 16/03/2020 dal Tribunale di Milano), in ottemperanza al mandato ricevuto, ha depositato, in data 10/07/2020, la propria Relazione Peritale di stima del valore delle quote di Albratross S.r.l., detenute al 100% da PRO.GE.CO. S.r.l. in fallimento.

Con provvedimento del 02/07/2023, in risposta alla seconda relazione di aggiornamento del Curatore fallimentare del 28/06/2023, il Giudice delegato ha richiesto un aggiornamento della suddetta perizia di stima, alla luce dell'evoluzione della situazione di Albratross S.r.l..

Questo documento aggiorna, pertanto la relazione peritale del 10/07/2020.

**Premessa: l'incarico e la metodologia**

Si richiama integralmente il contenuto della Relazione peritale del 10/07/2020.

Oltre ai documenti considerati nella redazione della suddetta Relazione peritale, questo aggiornamento si basa anche sulle informazioni contenute nei seguenti documenti:

Doc. 9: Seconda relazione del Curatore al Giudice delegato, depositata in data 28/06/2023 e relativi allegati.

Doc. 10: Bilancio d'esercizio di Albatross S.r.l. al 31/12/2021.

Doc. 11: Bilancio d'esercizio di Albatross S.r.l. al 31/12/2022.

In data 02/11/2023, ulteriori informazioni e precisazioni sullo stato degli impianti gestiti dalla Società e sulla situazione finanziaria della stessa Albatross S.r.l. sono state reperite mediante colloqui telefonici tra lo scrivente e l'Amministratore Unico della Società, Arch. Andrea Bacchini, da un lato, e il Commercialista incaricato della redazione dei bilanci societari, dall'altro.

L'aggiornamento delle valutazioni peritali, si basa, pertanto, su quanto sopra, a livello documentale e telefonico.

**- Eventi intercorsi dalla redazione della Relazione peritale del 10/07/2020 -****Evoluzione del contesto macroeconomico**

Alla progressiva uscita dal periodo di pandemia, nel quale era stata realizzata la Relazione peritale, è corrisposta, come atteso, una ripresa dei prezzi dell'elettricità. Tale ripresa, tuttavia, non ha portato a un riallineamento con la pregressa evoluzione storica, bensì è stata caratterizzata da un significativo rimbalzo, che si è poi sovrapposto alle conseguenze degli eventi bellici di inizio 2022 e tuttora perduranti.

Lo scenario energetico europeo risulta, pertanto, alquanto incerto, con prezzi di mercato dell'elettricità più che doppi rispetto alla tendenza storica pre-pandemica (al momento circa 0,120 €/kWh rispetto a circa 0,045 €/kWh).

All'aumento dei costi energetici e delle materie prime, è corrisposta l'ondata inflazionistica e le conseguenti manovre monetarie, che hanno causato un significativo aumento dei tassi d'interesse e, di converso, della remunerazione attesa per qualsiasi investimento di breve-medio termine.

La nuova politica europea sulla transizione ecologica costituisce un ulteriore elemento di incertezza circa l'evoluzione dei prossimi anni del sistema energetico in generale e del conseguente prezzo dell'energia in particolare.

L'aggiornamento della stima del valore delle quote di Albatross S.r.l. non può prescindere dall'estrema incertezza che caratterizza l'attuale situazione del settore energetico. Per questo motivo, a fronte di una valutazione puntuale del valore della Società, sono riportati anche gli esiti di un'analisi di sensibilità alle principali assunzioni macroeconomiche, segnatamente il prezzo dell'elettricità e il tasso di remunerazione dell'investimento.

**Circostanze specifiche che hanno interessato Albatross S.r.l.**

Come prospettato nella Relazione peritale del 10/07/2020, gli interventi di manutenzione straordinaria sui generatori fotovoltaici gestiti dalla Società sono proseguiti, giungendo a conseguire, nel 2022, una produzione sostanzialmente in linea con quanto era stato previsto a esito di tali interventi.

Sul finire del 2022, un guasto alle apparecchiature della cabina di connessione con la rete elettrica ha comportato la perdita della produzione degli ultimi 10 giorni dell'anno e dei primi 20 giorni di gennaio 2023. A febbraio 2023, la situazione è tornata alla normalità.

Nel corso del 2020, è stata modificata la situazione debitoria / creditoria nei confronti della controllante, la PRO.GE.CO. S.r.l. in fallimento. Il Giudice delegato, preso atto dell'autorizzazione resa dal Comitato dei creditori, ha confermato la rinuncia di PRO.GE.CO. S.r.l. del proprio credito nella misura di € 240.000,00, con contestuale rinuncia, da parte di Albatross S.r.l., delle voci di credito per € 61.014,00; tutto ciò al fine di poter procedere con il ripianamento integrale della perdita d'esercizio 2019 presente nel bilancio della Società. Rimane, pertanto, un debito di circa € 44.437,00 nei confronti della controllante.

Con provvedimento n. P20210016187 del giorno 8.06.2021, il GSE ha disposto la revoca della maggiorazione di 0,05 euro/kWh dell'incentivo che era stato riconosciuto al generatore fotovoltaico di 562,12 kWp (il più grande dei due gestiti dalla Società), poiché, secondo il GSE, non sussistevano i requisiti previsti dal D.M. 5.5.2011 e dalle sue Regole applicative in materia di bonifica da eternit. Avverso tale provvedimento, Albratross S.r.l. ha proposto ricorso, attualmente pendente avanti il TAR del Lazio RR. n. 9539/2021-ser3Q. Contestualmente, è stato presentato anche un provvedimento cautelare sospensivo, respinto dal TAR del Lazio con ordinanza del 30 marzo 2022. Alla data del presente aggiornamento, non è ancora stata fissata la data dell'udienza di merito.

Pertanto, la rideterminazione al ribasso dell'incentivo riconosciuto al più grande dei due generatori ha comportato, per gli anni precedenti al 2021, l'iscrizione nel bilancio d'esercizio 2021 di una sopravvenienza passiva per € 194.274,94. Dal 2021 in poi, l'impatto del provvedimento è valutato in mancati ricavi per poco più di € 25.000,00 all'anno.

Il 21 giugno 2022, ARERA, con la delibera 266/2022/R/1, ha dato esecuzione all'art. 15-bis del Decreto-legge 27/01/2022 n. 4, introducendo, per il periodo 1° febbraio – 31 dicembre 2022, un meccanismo di compensazione sul prezzo dell'energia elettrica immessa dagli impianti di produzione alimentati da fonti rinnovabili (cd. "tassazione degli extraprofiti").

Contro tale provvedimento, la Società ha partecipato a un ricorso collettivo promosso avanti il TAR della Regione Lombardia unitamente ad altre numerose imprese del settore fotovoltaico. Il TAR, con sentenza n.339/2022, ha annullato la delibera ARERA impugnata e il GSE, il 22/02/2023, ha proposto appello avanti il Consiglio di Stato, con istanza di sospensiva della decisione del TAR. In data 22.03.2023, il Consiglio di Stato ha confermato la sospensione dell'esecutività della sentenza del TAR Lombardia e ha fissato l'udienza di merito al 5 dicembre 2023.

In data 11.04.2023, ARERA, con la nuova delibera n. 143/2023, ha dato attuazione all'art.15 bis del Decreto-legge 27/01/2022 n. 4 (tassazione degli extra-profiti) per il periodo gennaio - giugno 2023, prolungando, di fatto, gli effetti del provvedimento precedente.

Allo stato, questa vicenda ha causato l'emissione da parte del GSE della fattura n. 1466610 per € 108.674,95, chiedendo la restituzione degli "extra-profiti" conseguiti da Albatross S.r.l. nel periodo febbraio – luglio 2022 a esito dei pagamenti già effettuati dal GSE, mentre ha applicato il meccanismo di compensazione previsto dalle delibere ARERA per i mesi di agosto, settembre e dicembre 2022, nonché da marzo a giugno 2023, trattenendo dai pagamenti gli "extraprofiti". Non è ancora stato richiesto conguaglio per gli altri mesi coperti dai provvedimenti impugnati, segnatamente ottobre e novembre 2022, per circa € 13.500,00, nonché gennaio e febbraio 2023, per circa € 7.500,00.

Il debito esistente nel 2020 nei confronti di Banca MPS (€ 192.842,00) è stato oggetto, nel 2022, di un accordo di saldo e stralcio, in virtù del quale Albatross S.r.l. si è impegnata a ripagare € 100.000,00 in rate mensili di € 1.000,00 dal 25/12/2022 al 25/03/2031. Ciò ha generato una sopravvenienza attiva nel bilancio 2022 di € 92.842,00.

**Situazione patrimoniale e finanziaria di Albatross S.r.l. al 31/12/2022**

Il bilancio economico dell'esercizio 2022 si è chiuso con un utile di circa € 64.500,00, che è stato utilizzato a parziale copertura della perdita dell'anno precedente, e un patrimonio netto negativo, pari a - € 80.676,00.

Tale risultato è stato ottenuto dal concorso dei seguenti contributi:

- la perdita registrata nell'esercizio precedente (2021) soprattutto a causa della sopravvenienza passiva di cui sopra (cioè, legata alla retroattiva rideterminazione al ribasso dell'incentivo riconosciuto dal GSE al più grande dei due generatori fotovoltaici gestiti dalla Società);
- l'accelerazione delle operazioni di manutenzione straordinaria con la sostituzione di tutti i vecchi inverter ancora installati, che, associata alla variazione dei canoni di manutenzione, ha portato, per il 2022, a costi per servizi di quasi € 50.000,00, rispetto ai costi storici di circa € 25.000,00 all'anno;
- la sopravvenienza attiva legata allo stralcio di parte del debito verso banca MPS (€ 92.842,00);
- la riduzione dei ricavi da vendita di elettricità conseguenti all'applicazione dei provvedimenti ARERA sulla c.d. "tassazione degli extraprofiti".

Si è già riferito delle principali variazioni della situazione debitoria / creditoria.

Al 31/12/2022 era presente, infine, liquidità per circa € 40.500,00.

**Stima del valore di mercato del 100% delle quote di Albatross S.r.l.**

La valutazione del valore di mercato della Società è effettuata applicando il metodo "*discounted cash flow*" con *terminal value* nullo ai flussi di cassa futuri, che saranno presumibilmente generati dall'attività di produzione di elettricità da fonte fotovoltaica. Il risultato ottenuto con tale metodo è, quindi, integrato con la situazione contabile-finanziaria di Albatross S.r.l.. L'analisi ha considerato tassi d'attualizzazione compresi tra lo 0,0% e il 14,0%, in modo da fornire anche una valutazione del tasso interno di ritorno dell'investimento per un eventuale acquirente.

Queste le principali assunzioni su cui si fonda la valutazione peritale:

- vita utile dell'impianto fotovoltaico sino alla scadenza del diritto di superficie, ossia a giugno 2037;
- produzione di elettricità nei prossimi anni in linea con le previsioni della Relazione peritale di stima del 10/07/2020;
- remunerazione dell'elettricità prodotta mediante il meccanismo di incentivazione del "Quarto conto energia" come rimodulato dal Decreto "Spalmaincentivi" secondo l'opzione "b" del comma 3, art. 26, considerando la decurtazione di 0,05 €/kWh sull'incentivo riconosciuto al più grande dei due generatori gestiti dalla Società;

- ulteriore remunerazione dell'elettricità prodotta al prezzo medio mensile zonale di ritiro, assunto pari a 0,120 €/kWh al 2024, con aumento, nel tempo, pari a un tasso d'inflazione annuo del 2% (si veda in seguito l'analisi di sensibilità a questo parametro);
- costi per la gestione ordinaria dell'impianto / società e oneri diversi di gestione assunti rispettivamente pari a € 35.000,00 ed € 12.000,00 all'anno, con riferimento al 2023 e in aumento del 2% all'anno in futuro;
- nuove immobilizzazioni materiali ogni anno tali da mantenere stabile la corrispondente posta contabile (circa € 45.000,00) sino al 2027, per poi ridursi progressivamente sino ad azzerarsi nel 2037 per effetto degli ammortamenti;
- estinzione del debito di Albatross S.r.l. nei confronti della controllante PRO.GE.CO. S.r.l. all'atto della cessione delle quote societarie all'eventuale acquirente (circa € 44.500,00).
- recupero del credito tributario di circa € 30.000,00 al termine della vita utile dell'impianto, nel 2037, nonché del credito nei confronti del GSE per circa € 25.000,00.

Per il fondo oneri e rischi creato nel 2020 in relazione alle pretese avanzate da Sheratonn Italiana S.p.A., in assenza di novità, si mantiene il medesimo approccio adottato nella Relazione peritale di stima del 10/07/2020, assumendo, in via equitativa, che il 50% di tale fondo sia effettivamente utilizzato tra quattro anni (nel 2027) per soddisfare tali pretese, mentre il rimanente 50% generi, nel bilancio 2027, una sopravvenienza attiva.

Analogo approccio è utilizzato per trattare i due contenziosi attualmente in essere.

Nell'ipotesi di esito favorevole del contenzioso sulla rideterminazione dell'incentivo, nell'orizzonte temporale di fine 2024, potrebbe verificarsi una sopravvenienza attiva per il periodo 06/2012 – 12/2024 valutato in circa € 285.600,00. A ciò farebbe seguito, da gennaio 2025, il ritorno al valore d'incentivo comprensivo dell'addizione di 0,05 €/kWh per ricavi addizionali di poco più di € 25.000,00 all'anno (sino al termine del periodo di incentivazione, a maggio 2032). Tutti questi valori, nonché i corrispondenti flussi di cassa addizionali sono considerati in via equitativa al 50%.

Nell'ipotesi di esito favorevole del contenzioso sulla c.d. "tassazione degli extraprofitto", nell'orizzonte temporale di fine 2025, si genererebbe una sopravvenienza attiva di circa € 210.500,00, di cui circa € 81.300,00 attualmente trattenuti dal GSE e circa € 129.200,00 attualmente trattenuti da Albatross S.r.l.. In via equitativa, questi valori, nonché i corrispondenti flussi di cassa, sono considerati al 50%.

Di converso, in caso di esito negativo della vertenza, si concretizzeranno i corrispondenti flussi di cassa negativi, pure inclusi nella valutazione in via equitativa al 50%.

Il grafico nella seguente Figura 1 mostra l'andamento nel tempo del flusso di cassa attuale cumulato generato a partire dal 2023 da Albatross S.r.l., per diversi tassi d'attualizzazione, secondo le assunzioni sopra riportate.

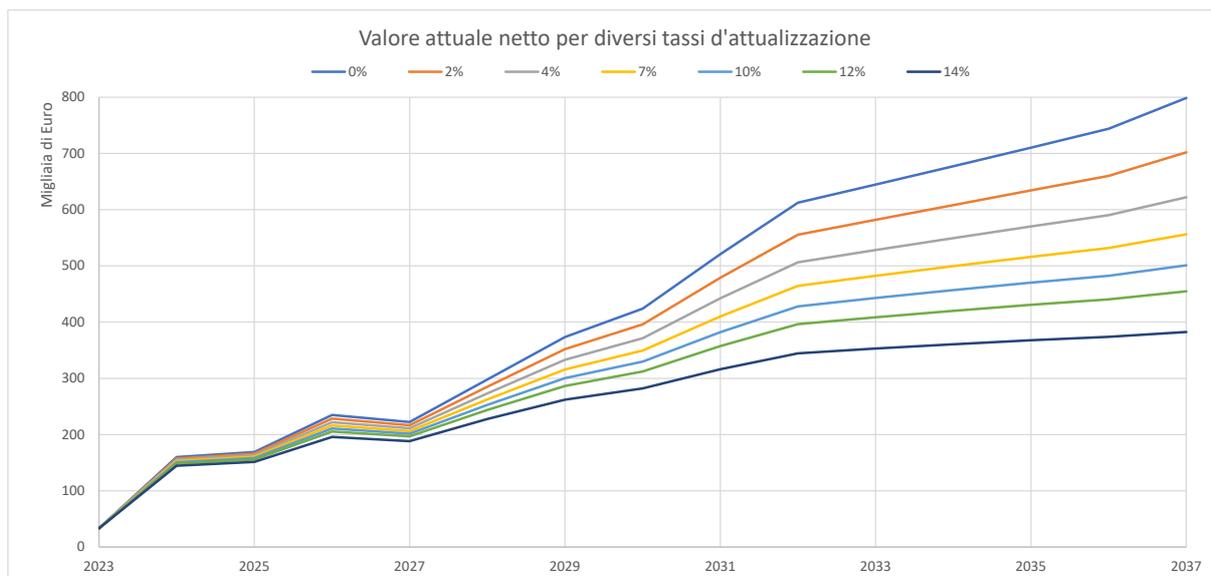


Figura 1: Flusso di cassa attuale cumulato generato in futuro da Albatross Srl nell'ipotesi di prezzo di vendita dell'elettricità di 0,120 €/KWh al 2024 e in aumento del 2% all'anno negli anni successivi.

Il grafico mostra che, per qualsiasi valore del tasso d'attualizzazione, il valore attuale netto generato in futuro da Albatross S.r.l. è significativo. Ciò è determinato prevalentemente dall'assunzione sul prezzo di vendita dell'elettricità di 0,120 €/kWh, che, a parere di chi scrive, costituisce una stima realistica, alla luce dell'attuale traiettoria di decarbonizzazione intrapresa dall'Unione Europea.

A fronte di tale prezzo di vendita dell'elettricità, è ragionevole considerare un regime di alti tassi di remunerazione del capitale. Pertanto, rispetto al 7% considerato nella Relazione peritale del 10/07/2020, in questa sede appare più opportuno considerare l'intervallo 10-12%. All'11%, il valore attuale netto del 100% delle quote di Albatross S.r.l. risulta di circa € 437.000,00.

Poiché questa valutazione è fortemente influenzata dall'assunzione sul prezzo di vendita dell'elettricità prodotta, si è condotta anche una valutazione considerando un valore più contenuto di tale parametro, ossia 0,100 €/kWh.

Il grafico in Figura 2 riporta l'andamento nel tempo del nuovo flusso di cassa attuale cumulato generato in futuro da Albatross S.r.l., per diversi tassi d'attualizzazione.

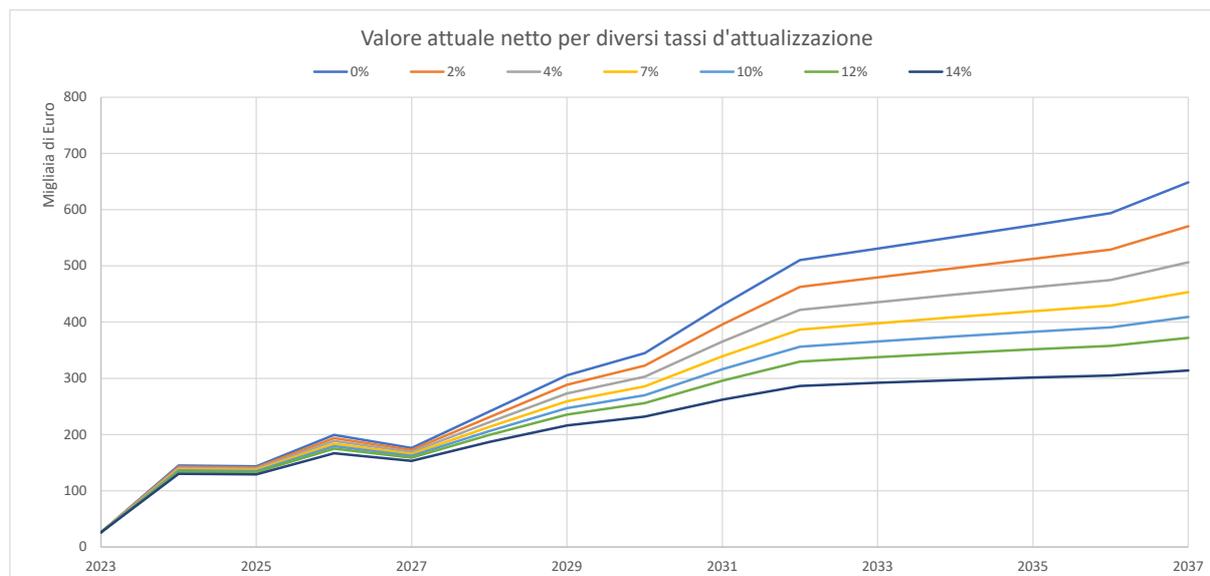


Figura 2: Flusso di cassa attuale cumulato generato in futuro da Albatross Srl nell'ipotesi di prezzo di vendita dell'elettricità di 0,100 €/kWh al 2024 e in aumento del 2% all'anno negli anni successivi.

La nuova analisi (prezzo dell'elettricità a 0,100 €/kWh nel 2024, in aumento del 2% all'anno) per un tasso di attualizzazione dell'11% porta a una stima del valore della Società di circa € 358.000,00.

La dinamica del flusso di cassa attuale cumulato è analoga nelle due analisi e determinata da margini operativi sempre positivi, associati a limitati investimenti annui e agli effetti combinati degli eventi ipotizzati (al 50% della potenziale efficacia).

In particolare, il significativo aumento di flusso di cassa tra il 2023 e il 2024 è determinato dal 50% dell'esito potenzialmente positivo della vertenza sulla rideterminazione dell'incentivo. Nel 2025, pesa il 50% di probabilità dell'esito della vertenza sulla c.d. "tassazione degli extraprofiti". Nel 2027, si apprezza l'effetto del potenziale pagamento del 50% di quanto stanziato a soddisfacimento delle pretese di Sheratonn Italiana S.p.A..

Nel 2030, con la conclusione del *leasing*, si assiste a una significativa crescita del flusso di cassa attuale cumulato, sino al 2032, quando si conclude anche il periodo di incentivazione. Dal 2032 al 2037, la redditività della Società è determinata esclusivamente dai ricavi per vendita di elettricità e, pertanto, dal prezzo di vendita praticato.

Con prezzi di vendita di 0,120 o 0,100 €/kWh, la redditività rimane buona, per prezzi di vendita inferiori a 0,065 €/kWh il margine operativo diviene negativo e non risulta più conveniente protrarre l'esercizio oltre il 2032.

Anche in questo caso estremo, il valore attuale netto del 100% delle quote della Società è valutato in € 230.000,00 all'11% di remunerazione del capitale, che diverrebbero € 260.000,00 assumendo lo storico rendimento del 7%. Allo stato, a parere di chi scrive, si tratta, tuttavia, di scenari poco realistici.

### **Conclusioni**

Le valutazioni condotte nell'ambito di questa Perizia portano a quantificare il valore del 100% delle quote della società Albatross S.r.l. tra € 358.000,00 ed € 437.000,00. Il valore medio di tali stime è pari € 397.500,00.

La valutazione così ottenuta è affetta sia dall'incertezza associata al quadro macroeconomico generale, nonché a quello specifico del settore energetico, sia dalla sussistenza di multipli contenziosi di cui è parte Albatross S.r.l., con potenziali impatti significativi sui conti economici e, di conseguenza, sul valore di stima.

I potenziali impatti dell'esito delle controversie legali che interessano Albatross S.r.l. sul conseguente valore di stima sono valutati nella seguente tabella, in termini di aumento / diminuzione del valore sopra identificato, in funzione dell'esito favorevole o meno alla Società.

*Tabella: impatto dell'esito delle controversie secondo la tempistica ipotizzata sul valore di stima, adottando un tasso d'attualizzazione dell'11%. Valori in Euro.*

<b>Controversia</b>	<b>Esito sfavorevole</b>	<b>Esito favorevole</b>
Sheratonn	-31.000	+31.000
Incentivo amianto	-137.000	+137.000
Extraprofiti	-62.000	+62.000

Alla luce dei potenziali impatti negativi dei contenziosi in essere, la valutazione minima della società Albatross S.r.l. può essere ottenuta portando in deduzione tali importi dalla stima media sopra riportata, giungendo alla valutazione di **€ 167.500,00**.