

*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 Caterina Macchi**

**Relazione peritale di stima**  
**10/07/2020**

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, deposita la seguente Relazione Peritale di stima.

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

Con l'istanza n. 7 del 10 febbraio 2020, autorizzata dal Tribunale di Milano in data 16 marzo 2020, il Curatore del fallimento in epigrafe, Dott.ssa Patrizia De Cesari, conferiva all'Ing. Viganò l'incarico di stimare il valore delle quote della società Albatross S.r.l. - detenute al 100% dalla fallita PRO.GE.CO. S.r.l. - e dell'impianto fotovoltaico condotto in locazione finanziaria dalla medesima Albatross S.r.l..

Questo Perito ha basato le proprie stime sui seguenti documenti:

- Doc. 1: Relazione tecnica di progetto dell'impianto fotovoltaico condotto da Albatross S.r.l., sito in Bagnolo Mella (Bs), protocollata dal GSE al n. FTVA20121529053, il 07/07/2012 - ricevuta via e-mail dal Curatore in data 14/02/2020.
- Doc. 2: Contratto di locazione finanziaria n. 970591 tra Leasint S.p.A. e Albatross S.r.l., sottoscritto il 22/06/2012 - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 14/02/2020.
- Doc. 3: Scrittura di modificativa del 06/11/2012 del contratto di locazione finanziaria n. 970591 tra Leasint S.p.A. e Albatross S.r.l. sottoscritto il 22/06/2012, - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 14/02/2020.
- Doc. 4: Bilancio dell'esercizio 2017 della società Albatross S.r.l. - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 24/02/2020.
- Doc. 5: Bilancio dell'esercizio 2018 della società Albatross S.r.l. - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 24/02/2020.
- Doc. 6: Bilancio dell'esercizio 2019 della società Albatross S.r.l. - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 08/06/2020.
- Doc. 7: Verbale dell'Assemblea dei soci della società Albatross S.r.l. del 03/06/2020, contenente delibera di approvazione del bilancio d'esercizio 2019 - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 08/06/2020.
- Doc. 8: "Relazione sull'andamento economico al 31-12-2019" di Albatross S.r.l., del 03/06/2020 a firma dell'Amministratore Unico della società, Arch. Andrea Bacchini - ricevuto via e-mail dal Curatore in data 08/06/2020.

In data 15/06/2020 e 16/06/2020, ulteriori informazioni e precisazioni sullo stato dell'impianto e sulla situazione finanziaria di Albatross S.r.l. sono state reperite mediante colloqui telefonici tra lo scrivente e l'Amministratore Unico della Società, Arch. Andrea Bacchini.

In data 08/07/2020, il Curatore, a valle di un ulteriore colloquio con l'Amministratore Unico della Società, ha trasmesso a chi scrive ulteriore documentazione, utile a precisare maggiormente i dati alla base della valutazione effettuata. Segnatamente, è stata trasmessa:

- un sintetico rapporto sulla produzione dell'impianto fotovoltaico aggiornato al 30/06/2020;
- atto notarile di costituzione del diritto di superficie del lastrico solare e delle superfici accessorie sulle quali è stato realizzato l'impianto fotovoltaico;

- comunicazione di cessione del contratto di leasing dell'impianto fotovoltaico a nuovo soggetto, in sostituzione di Mediocredito Italiano S.p.A.;
- alcune precisazioni circa la quantità e tipologia degli inverter sostituiti.

Lo scrivente espone, pertanto, le proprie valutazioni peritali sulla base di quanto emerge dalla documentazione resa disponibile e dalle informazioni ricevute verbalmente dall'Amministratore Unico della suddetta società Albatross S.r.l.. L'osservazione diretta dell'impianto in loco non è stata ritenuta opportuna, a causa delle misure di mitigazione dell'epidemia COVID-19 protempore vigenti.

L'incarico peritale ha per oggetto la stima del valore di Albatross S.r.l. e dell'impianto fotovoltaico di Bagnolo Mella (BS), di cui la società è conduttrice. Albatross S.r.l. è una società vettore, finalizzata alla conduzione di tale impianto. Il 100% delle quote di Albatross S.r.l. è detenuto dalla fallita PRO.GE.CO. S.r.l.. La stima del valore delle quote societarie dipende dalla stima del valore dell'impianto. Le due valutazioni sono svolte congiuntamente, essendo, come sopra precisato, la società unicamente finalizzata alla conduzione dell'impianto.

**- Impianto fotovoltaico di Bagnolo Mella (BS) -****Caratteristiche tecniche**

L'impianto insiste sui tetti di due fabbricati, di proprietà della società Sheratonn S.r.l. (sia al tempo della fabbricazione, sia all'attualità), siti nel comune di Bagnolo Mella (BS), in via Leno n. 16. È composto da complessivi 2.901 moduli fotovoltaici, distribuiti in due sezioni:

- Generatore I: installato su cinque tetti di un unico fabbricato, è composto da 739 moduli per complessivi 192,14 kWp.
- Generatore II: installato sul tetto di un altro fabbricato, è composto da 2.162 moduli per complessivi 562,12 kWp.

Il sezionamento del campo, con due differenti punti di misurazione dell'energia prodotta, è dovuto ai differenti incentivi inizialmente assegnati ai due generatori, entrambi ricadenti nel "Quarto conto energia". Infatti, entrambi i generatori sono entrati in funzione il 29 giugno 2012, quindi, entro il termine del 30/06/2012 fissato dall'allora vigente Normativa per l'accesso alla suddetta forma di incentivazione.

A causa della variegata geometria dei tetti che ospitano le due sezioni dell'impianto, con differenti orientamenti, sono state realizzate stringhe di moduli di diversa lunghezza (da 13 a 19 moduli per stringa), che, ai tempi della realizzazione, hanno richiesto l'impiego di inverter di piccola taglia unitaria (12,5 kW) di tipologia MPP.

Originariamente, le stringhe erano collegate a gruppi di tre ai corrispondenti ingressi di ogni inverter MPP, contenuto in un proprio quadro di campo. I quadri di campo convergono, quindi, sui due quadri di parallelo, uno per ogni generatore e contenti le varie protezioni elettriche, il Dispositivo Generale e il relativo contatore.

I due quadri di parallelo sono collegati al trasformatore elevatore da 800 kVA, primario da 15 kVca e secondario da 400 Vac.

Negli anni 2017 e 2019, alcuni eventi atmosferici hanno causato apprezzabili danni all'impianto, con temporanea compromissione della sua funzionalità. Le operazioni di ripristino hanno comportato la sostituzione di circa il 60% degli originari inverter, con dispositivi più moderni e, in alcuni casi, di taglia maggiore (rimangono 20 inverter originari, 24 sono ABB 2MPP da 12,5 kW e 5 sono Huawei 4MPP da 33 kW).

L'impianto è dotato (fin dalla sua costruzione) di un sistema di monitoraggio per la supervisione da remoto, con misurazione dei vari parametri elettrici per ognuna delle due sezioni, delle temperature dei moduli e dell'irraggiamento.

**Produzione storica e stato attuale dell'impianto**

Il grafico in Figura 1 mostra l'andamento della produzione elettrica nelle intere annualità d'esercizio sinora completate, quindi, dal 2013 al 2019. Si può rilevare un decadimento delle prestazioni molto marcato, pari a quasi il 3% annuo della produzione nominale di progetto.

Tale riduzione di prestazioni appare alquanto anomala, a prescindere dalle mancate produzioni verificatesi nel 2017 e nel 2019 (in conseguenza dei danneggiamenti provocati dagli eventi

atmosferici *ut supra*). A detta dell'Amministratore della Società, la modesta produzione è in larga misura ascrivibile alle scarse prestazioni e al rapido deperimento degli inverter originariamente installati.

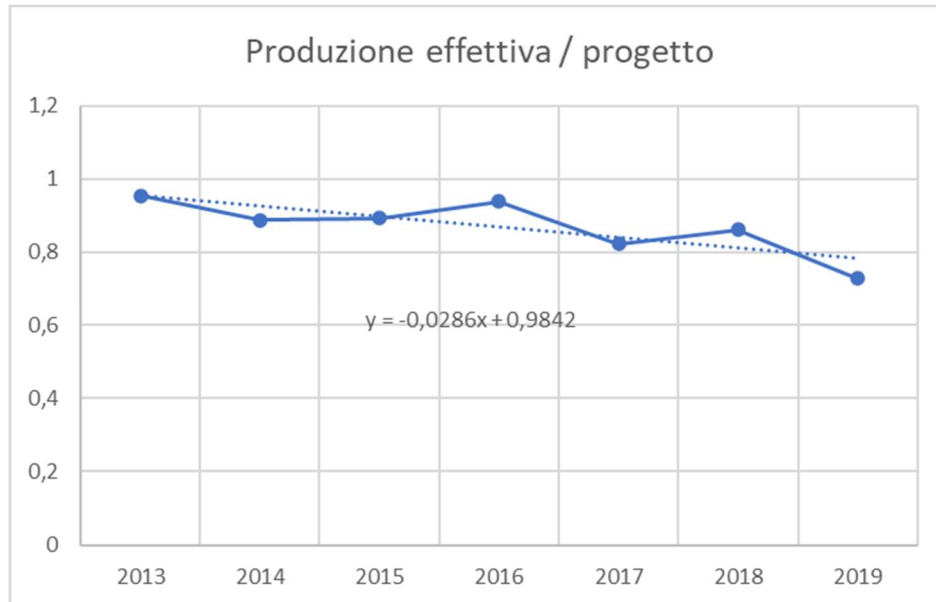


Figura 1. Andamento della produzione nelle intere annualità d'esercizio dall'entrata in funzione dell'impianto.

A supporto di tale tesi, si possono analizzare i dati prestazionali registrati a partire dal 2020, con i nuovi inverter operativi. La Figura 2 riporta il grafico della produzione mensile dall'entrata in funzione dell'impianto sino a giugno 2020.

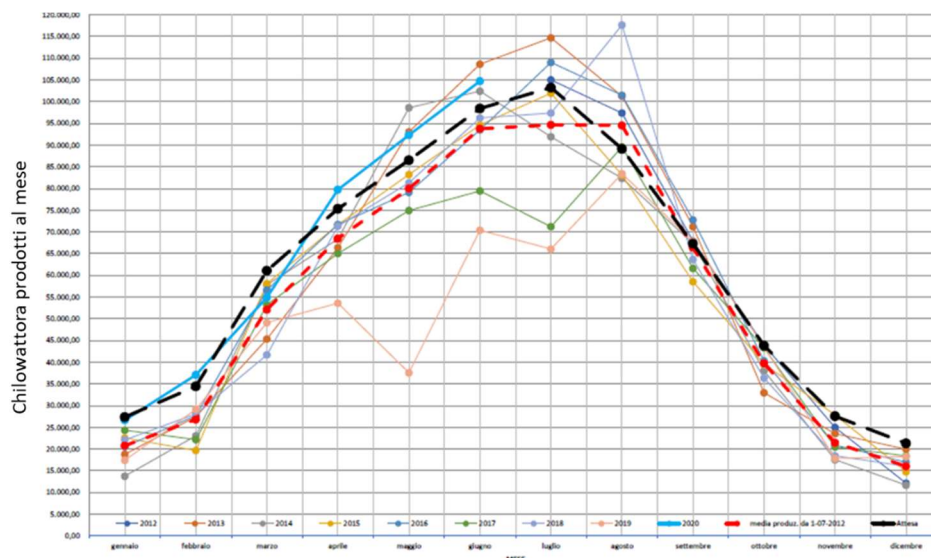


Figura 2. Produzione mensile nei diversi esercizi.

Evidentemente i nuovi inverter conseguono prestazioni ben superiori rispetto a quelli sostituiti, prestazioni in linea con lo stato dell'arte della tecnologia fotovoltaica, che è caratterizzata da perdite di prestazioni mediamente pari allo 0,2% annuo della produzione di progetto.

Va da sé, che le prestazioni dell'impianto possono essere ulteriormente migliorate completando la sostituzione dei vecchi inverter con dispositivi analoghi a quelli già installati. Tale intervento è, da un lato, estremamente opportuno per garantire una buona redditività dell'impianto, dall'altro lato, è necessario poiché gli inverter originari ancora presenti in impianto sono prossimi a terminare la loro vita utile, convenzionalmente assunta pari a dieci anni.

### **Remunerazione della produzione**

Gli incentivi originariamente assegnati alle due sezioni dell'impianto sono di seguito specificati:

- Generatore I: ammesso alla tariffa base del "Quarto conto energia" di 0,224 €/kWh.
- Generatore II: ammesso alla tariffa base del "Quarto conto energia" di 0,224 €/kWh, incrementata di 0,05 €/kWh per la rimozione delle coperture in eternit effettuate sui tetti che ospitano questa sezione dell'impianto.

Gli effettivi incentivi percepiti, tuttavia, sono l'esito della rimodulazione effettuata del Decreto "Spalmaincentivi" (Decreto-legge 24/06/2014 n° 91 convertito dalla Legge n° 116 del 11/08/2014), secondo l'opzione "b" del comma 3 art. 26.

Per il periodo 1/01/2015-31/12/2019, pertanto, gli incentivi riscossi dall'impianto hanno subito una decurtazione del 12,66% rispetto ai valori originariamente assegnati, mentre nel periodo 1/1/2020-31/12/2026 aumentano progressivamente, per raggiungere, nel periodo 1/1/2027-31/12/2032, il 112,66% del valore originariamente assegnato. Nel primo semestre del 2032, che sarà l'ultimo periodo di incentivazione dell'impianto, gli incentivi torneranno al 100% del valore originario.

L'energia prodotta è, inoltre, remunerata sulla base del prezzo di ritiro medio mensile zonale, in accordo con le disposizioni della deliberazione 618/2013/R/EFR dell'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas (AEEG) del 19 dicembre 2013.

Il prezzo di ritiro medio mensile zonale dell'elettricità è drasticamente crollato nei primi mesi del 2020, a causa della forte riduzione della domanda elettrica conseguente ai provvedimenti di mitigazione dell'epidemia COVID-19. Tuttavia, è parere di chi scrive, sostanziato dai dati storici, che tale prezzo tornerà a valori di circa 0,045 €/kWh nel prossimo futuro.

### **Costi di gestione ordinaria e straordinaria**

I costi annui di gestione ordinaria dell'impianto / società ammontano a circa € 25.000,00.

Sono da considerare, tuttavia, anche costi di manutenzione straordinaria, quali quelli per la già citata sostituzione degli inverter, oltre ai costi degli interventi che si rendono necessari per ripristinare i danni periodicamente causati da eventi atmosferici.

In relazione a quest'ultimo aspetto, si noti che i costi di gestione ordinaria già includono i canoni di un'assicurazione *all-risk*, cambiata in occasione degli eventi occorsi nel 2017 e nuovamente prossima a essere cambiata a seguito dei danneggiamenti del 2019. In generale, questa tipologia di polizza prevede delle franchigie che rimangono a carico della gestione straordinaria dell'impianto.

Relativamente alla ventilata sostituzione degli ultimi inverter originali presenti in impianto, è possibile stimarne il costo in circa € 45.000,00, sulla base di costi standardizzati per questa tipologia di interventi di 150 €/kWp, confermati anche dai preventivi recentemente ricevuti dall'Amministratore della Società.

### **Proprietà e conduzione dell'impianto**

Albatross S.r.l. conduce l'impianto in virtù di un contratto di *leasing* recentemente ceduto da Mediocredito Italiano S.p.A. (ai tempi della stipula Leasint S.p.A.) a Luce SPV S.r.l.. Tale *leasing* è stato stipulato il 22/06/2012 (Doc. 2) con durata di 216 mesi ed è stato adeguato alle concrete necessità finanziarie dell'opera (con sola variazione della rata mensile) con la scrittura modificativa del 06/11/2012 (Doc. 3).

L'importo finanziato ammonta a complessivi € 1.641.000,00 + IVA, a fronte del quale, il piano di *leasing* prevede un canone iniziale anticipato (il c.d. "maxicanone") di € 329.200,00 + IVA, e 209 rate fisse, invariate per tutta la durata contrattuale, dell'importo di € 11.865,88 + IVA, oltre all'opzione di riscatto finale per € 16.410,00 + IVA.

Il tasso d'interesse applicato è fisso e pari al 7,75% con capitalizzazione pari alla periodicità delle rate, per un ammontare complessivo di € 2.809.168,92 + IVA.

Albatross S.r.l. ha ceduto pro-solvendo alla Società finanziaria i propri crediti nei confronti del GSE relativi agli incentivi percepiti per la produzione di elettricità da fonte rinnovabile.

L'istituto finanziario trattiene gli ultimi sei mesi di pagamenti da parte del GSE, retrocedendo ad Albatross S.r.l., con due conguagli all'anno, gli incentivi eccedenti i canoni di *leasing* in scadenza nel semestre successivo.

Il diritto di superficie dei tetti che ospitano l'impianto fu acquisito da Albatross S.r.l. nel 2012 per una durata di venticinque anni. Tale diritto è stato, quindi, ceduto all'Istituto finanziario in sede di stipula del *leasing*. Siccome il godimento del diritto di superficie è iniziato nel 2012, scadrà nel 2037, ben oltre il termine del periodo incentivato (di durata ventennale, in scadenza, quindi, a giugno 2032). Il corrispettivo per il diritto di superficie è stato integralmente pagato, anticipatamente, per un importo di € 181.900,00, confluito nell'ammontare finanziato dal *leasing*. Tale diritto di superficie è stato ed è, anche all'attualità, oggetto di controversie interpretative contrattuali, al momento, in fase stragiudiziale, ma gravide di pretese economiche da parte di Sheratonn, come meglio esposto *infra*.

**Situazione patrimoniale e finanziaria di Albatross S.r.l.**

Albatross S.r.l. ha recentemente chiuso il bilancio economico dell'esercizio 2019 con una perdita di circa € 178.700 e un patrimonio netto negativo, pari a circa - € 168.100.

Tale risultato è stato ottenuto dal concorso dei seguenti contributi:

- la mancata produzione per i danni - e per le successive operazioni di ripristino - occorsi durante il 2019 a fronte di eventi atmosferici;
- i costi di ripristino solo parzialmente coperti dal rimborso assicurativo;
- gli oneri finanziari (circa € 13.000) su un fido bancario, che, a fine 2019, includendo gli oneri maturati in corso d'anno, ammonta a poco meno di € 200.000;
- la creazione di un fondo "Rischi e oneri" per € 130.000,00, a fronte delle pretese formalmente avanzate da Sheratonn S.r.l. con lettera raccomandata del 04/09/2019, nella quale si chiede a titolo di integrazione di quanto già versato per il diritto di superficie del lastrico solare, ulteriori € 155.625,00. Albatross S.r.l. ha ritenuta opportuna la creazione di tale fondo; a questo perito, tuttavia, non sono noti elementi tali da poter ritenere fondata la richiesta avanzata dalla Sheratonn.

La Albatross S.r.l. gode di un finanziamento infruttifero della controllante, la fallita PRO.GE.CO. S.r.l., come s'è detto, di circa € 284.500, a fronte di un credito, nei confronti della medesima, per circa € 61.000. Si evidenziano crediti tributari per circa € 30.000, che si mantengono approssimativamente costanti negli anni e sono originati prevalentemente dal regime IVA cui è soggetta la Società.

La Albatross S.r.l. vanta crediti nei confronti dell'Istituto finanziario per circa € 75.000 (relativamente stabili di anno in anno), per effetto della trattenuta anticipata degli incentivi versati dal GSE per la produzione di elettricità da fonte rinnovabile.

Al 31/12/2019 era presente, infine, liquidità per circa € 55.000,00.

**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 al 2037 - tuttavia, siccome il margine operativo dell'attività allo scadere del periodo d'incentivazione (metà 2032) diviene negativo (con le assunzioni in seguito dettagliate), la valutazione è stata limitata all'esercizio 2032, in modo da massimizzare la redditività e, quindi, il valore dell'impianto;



- produzione di elettricità nei prossimi anni, pari alla produzione stimata per il 2020 nella Relazione sull'andamento economico di Albatross S.r.l. (Doc. 8), corretta nel tempo mediante un fattore di decadimento delle prestazioni pari allo 0,2% della produzione nominale;
- 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;
- ulteriore remunerazione dell'elettricità prodotta al prezzo medio mensile zonale di ritiro, assunto costante nel tempo e pari a 0,045 €/kWh;
- costi per la gestione ordinaria dell'impianto / società pari a € 25.000,00 nel 2020 e in aumento del 2% annuo in futuro;
- sostituzione dei vecchi inverter ancora presenti nell'impianto per un importo complessivo di € 45.000,00, distribuito su quattro anni, dal 2020 al 2023 in quote costanti - si assume tale onere sia integralmente capitalizzato e portato in ammortamento con piano decennale;
- ulteriori ammortamenti annuali delle immobilizzazioni immateriali attualmente presenti per 5.000,00 €/anno fino a fine vita dell'impianto;
- capienza fiscale del soggetto acquirente per sfruttare integralmente il credito fiscale generato dalle perdite d'esercizio di Albatross S.r.l., in particolare quella del 2020 (con riporto a nuovo di quella del 2019);
- recupero del credito nei confronti della società di *leasing* alla conclusione del periodo di locazione (giugno 2030), con contestuale riscatto dell'impianto (circa € 75.000 di credito da cui decurtare circa € 16.000 di riscatto impianto);
- recupero del credito tributario di circa € 30.000 al termine della vita utile dell'impianto, nel 2032;
- estinzione, in capo all'acquirente, del debito bancario di circa € 200.000 attualmente in essere, che può essere coperto solo in parte (circa € 55.000) con la liquidità presente in azienda;
- azzeramento dei debiti / crediti 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.

Relativamente alla gestione del fondo oneri e rischi creato nel 2020, in assenza di informazioni più precise circa la fondatezza delle pretese avanzate da Sheratonn, si assume in via equitativa che il 50% di tale fondo sia effettivamente utilizzato tra quattro anni (nel 2024) per soddisfare tali pretese, mentre il rimanente 50% generi, nel bilancio nel 2024, una sopravvenienza attiva. Non sono state prese in considerazione eventuali modifiche delle attuali condizioni di *leasing* dell'impianto, nonostante il tasso fisso applicato, pari al 7,75%, sia alquanto elevato rispetto alle attuali condizioni di mercato, poiché dalle informazioni raccolte appare che non sussistano presupposti per un'eventuale rinegoziazione con la società finanziaria protempore proprietaria del bene.

Il grafico nella seguente Figura 3 mostra l'andamento nel tempo del flusso di cassa attuale cumulato generato in futuro da Albatross S.r.l., per diversi tassi d'attualizzazione.

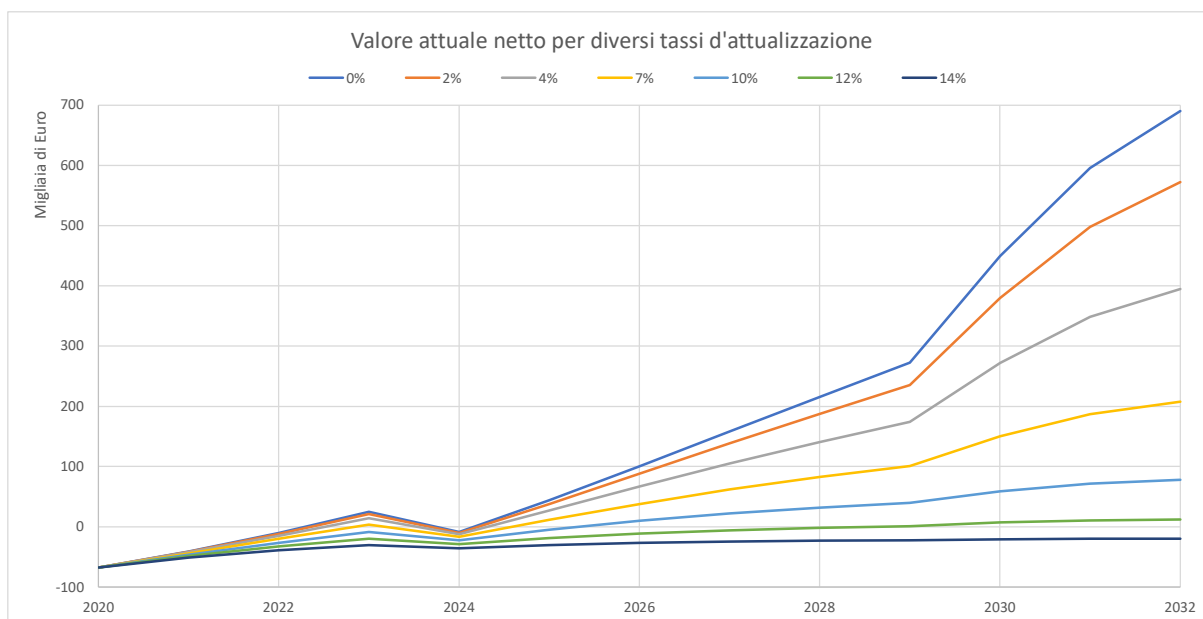


Figura 3: Flusso di cassa attuale cumulato generato in futuro dalle attività comprese nel Lotto 2 in funzione del tasso d'attualizzazione considerato.

Osservando il grafico, si constata che, per taluni valori del tasso d'attualizzazione, il valore attuale netto generato in futuro da Albatross S.r.l. è significativo. Stanti le attuali condizioni finanziarie e il rischio proprio del settore fotovoltaico, si può ritenere appropriato un tasso di redditività atteso per un investimento di questo tipo del 7%, in corrispondenza del quale il valore della società si attesta a circa € 210.000. Ciò a fronte, tuttavia, di alcuni non trascurabili esborsi che l'eventuale acquirente dovrà sostenere successivamente all'acquisizione e fino al 2024.

Tale situazione è determinata dalla dinamica dei flussi di cassa durante il periodo di vita residua del contratto di *leasing*, che si conclude nel 2030. In tale periodo, i ricavi determinati dalla produzione di elettricità coprono i canoni del *leasing*, i costi di gestione ordinaria della società e persino gli investimenti necessari per la sostituzione degli inverter. Non sono sufficienti, tuttavia, a rimborsare il fido bancario in essere e a far fronte ai potenziali esborsi del 2024 per sanare la questione del diritto di superficie.

Dal 2024 in poi, in assenza di ulteriori esborsi straordinari, la redditività diventa buona sino alla conclusione del *leasing* (2030), per poi divenire addirittura ottima negli ultimi due anni di vita dell'impianto (2031-32) con l'incasso integrale da parte di Albatross S.r.l. degli ultimi incentivi del GSE, nonché dei crediti fiscali e nei confronti della società finanziaria.

### Conclusioni

Le valutazioni condotte nell'ambito di questa Perizia portano a quantificare il valore del 100% delle quote della società Albatross S.r.l. in € 210.000,00, sotto l'ipotesi di azzeramento dei crediti / debiti intercorrenti tra di essa e la società controllante, la fallita PRO.GE.CO. S.r.l..