

Valutazione delle partecipate

I e Assioma BV

Nell'ambito della procedura concorsuale ex art. 161 L.F. avviata da Tecnosystem srl, con sede in Napoli, è stata chiesta al sottoscritto una valutazione di due società dalla stessa partecipate, e Assioma

1. Cenni sulla situazione della controllante Tecnosystem

Costituita nel luglio 2018, Tecnosystem S.r.l. è soggetto attivo nel settore della progettazione, produzione e costruzione navale. Ha come attività prevalente la carpenteria nel settore nautico e le lavorazioni su scafi metallici e non metallici all'interno di cantieri navali; sulla base dello statuto rientrano peraltro nell'oggetto sociale anche la produzione di componentistica (esemplificativamente impianti di aria condizionata, arredi navali), l'installazione, per conto proprio o di terzi degli stessi arredi, nonché l'installazione, la riparazione e la manutenzione, per conto proprio o di terzi, su navi, natanti, fabbricati, industriali e civili, di impianti di varia natura e complessità (esemplificativamente, impianti di produzione, trasformazione, distribuzione, dell'energia elettrica; impianti idrici; impianti di protezione antincendio; antifurti, impianti di videosorveglianza e sistemi di sicurezza; impianti per l'automazione di porte, cancelli e barriere; impianti per l'automazione di macchinari e apparecchiature). La società ha in portafoglio da anni clienti primari quali

Al pari di molte altre imprese del comparto, Tecnosystem è stata chiamata a fronteggiare gli effetti di una congiuntura economica sfavorevole, esacerbata dagli eventi pandemici, che ha interessato in modo particolarmente severo tutto il settore della nautica.

La condizione di crisi si è esacerbata nell'ultimo biennio a seguito della pandemia anche in virtù della qualificazione come "non essenziale" dell'attività svolta da Tecnosystem S.r.l.

In un contesto di instabilità derivante dagli eventi Tecnosystem ha comunque perseguito un obiettivo di rafforzamento della struttura proprietaria, finalizzato anche a un potenziale ampliamento dei settori di intervento attraverso l'acquisizione del 100% del capitale sociale da parte della (28/12/2020).

La nuova politica societaria, volta tra l'altro ad assicurare la prosecuzione delle commesse in corso con committenti primari, in primis Fincantieri, si riprometteva di conseguire condizioni di più elevata efficienza gestionale e un obiettivo di riduzione dei costi anche attraverso il ricorso a società di lavoro interinale nell'intento di contenere i costi di alcune lavorazioni, relative in specie a commesse non durature, e ricercando un efficientamento dei processi di logistica (specificamente di trasporto).

In questo contesto si inquadrava l'acquisizione delle due partecipate qui oggetto di valutazione e relative a:

Assioma BV, società a responsabilità limitata (*private company with limited liability*) di diritto olandese, operativa nell'offerta di servizi di lavoro interinale, ricerca e selezione di personale, amministrazione del personale e gestione delle risorse umane; l'acquisizione della quota rappresentativa del 100% del capitale di Assioma da parte di Tecnosystem si perfeziona, come si illustrerà più in dettaglio, per un valore di eurc

Successivamente all'accesso di Tecnosystem alla procedura concordataria (concordato preventivo ex art. 161 L.F.) in data 1° luglio 2022, finalizzata alla ristrutturazione e al risanamento della società, vanno segnalati i seguenti eventi:

a) la stipula, da parte del nuovo amministratore unico,

pi

iera) in contropartita con la società

b) la locazione a favore della stessa Logiser da parte di Tecnosystem, della quota rappresentativa del 100% del capitale sociale della Assioma SV, nella prospettiva di sostenere l'efficienza e la qualità delle scelte gestionali conseguenti all'affitto del ramo ha avviato presso il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali la procedura per ottenere il riconoscimento e l'abilitazione all'operatività in Italia.

Tav. 1 – Gruppo SD – Stato patrimoniale 2019-2021

ATTIVITA'	2019	2020	2021	PASSIVITA'	2019	2020	2021
Immobilizzazioni immateriali	307.751	0	0	Fondi rischi e oneri	923.929	3.330.894	4.630.894
Immobilizzazioni materiali	1.934.292	1.867.265	1.538.730	Fondi trattamento quiescenza	779.753	3.143.557	3.143.557
Terreni e fabbricati	668.500	869.000	840.500	Altri fondi	144.176	187.337	1.487.337
Attrezzature industriali e comm	67.039	249.605	241.461	TFR Lavoro subordinato	0	894.759	242.063
Altri beni	1.198.753	748.660	456.769				
Totale crediti	12.384.713	6.361.877	5.529.096	Fornitori	2.916.489	3.922.081	6.154.305
Crediti vs clienti	8.563.309	2.515.048	614.694	Debiti finanziamento soci	0	15.000	99.000
Crediti tributari	2	1.273.374	314.647	Debiti verso banche	996.552	3.374.474	3.141.426
Crediti vs altri	3.821.402	2.573.455	4.599.755	Debiti tributari, previdenziali e ass.	6.937.734	15.211.400	18.303.335
Disponibilità liquide	54.717	24.545	10.266	Altri debiti	2.468.580	1.637.921	416.527
Partecipazioni e titoli	38.550	49.550	18.550	Totale debiti	13.319.355	24.160.876	28.114.593
Totale attivo circolante	12.477.980	6.435.972	5.557.912				
Ratei e risconti attivi	135.416	45.903	0	Patrimonio netto	612.155	-20.037.389	-25.890.908
Totale attivo	14.855.439	8.349.140	7.096.642	Capitale	100.000	100.000	100.000
				Riserve (rivalutazione e legale)	1.998	502.000	502.000
				Utile/perdita portati a nuovo	442.775	510.157	-20.639.388
				Utile/perdita esercizio	67.382	-21.149.546	-5.853.520

Il risultato di esercizio, negativo per oltre 21 milioni di euro nel 2020, ha evidenziato anche nell'anno successivo una perdita significativa (circa 5,8 milioni) contenuta solo a motivo della drastica contrazione dell'attività che si è accompagnata a un importante riduzione dei costi di produzione (Tav. 2).

Tav. 2 – Gruppo SD – Risultati economici 2019-2021

	2019	2020	2021
Risultato della gestione operativa	213.849	-20.120.250	-5.833.545
Saldo proventi e oneri finanziari	-106.878	-1.029.296	-19.975
Risultato prima delle imposte	106.971	-21.149.546	-5.853.520
Imposte	39.589	0	0
Risultato di esercizio	67.382	-21.149.546	-5.853.520

Le perdite cumulate nel biennio hanno azzerato il patrimonio della società che a fine 2021 presentava un'esposizione debitoria complessiva per euro 28.114.000, con un significativo incremento del debito da fornitura e dei debiti tributari e previdenziali; più in dettaglio, l'indebitamento per quest'ultimo aggregato costituiva oltre il 65% del debito totale.

A fronte di tale ammontare di debito, il valore del capitale investito teoricamente liquidabile, che bene approssima l'attivo fallimentare a disposizione delle ragioni dei creditori, ammontava, a valori contabili, a poco più di 7 milioni di euro.

Gruppo SD ha presentato il 14 febbraio 2022 domanda di concordato preventivo; in data 6 luglio dello stesso anno il Tribunale di Velletri ha poi emesso sentenza di fallimento (allegato 1).

4. Profilo sintetico della società Assioma BV

Assioma è una società di diritto olandese operante del settore della somministrazione lavoro (lavoro interinale) costituita ad Amsterdam il 6 luglio 2020. E' stata acquisita da Tecnosystem con atto notarile redatto in Amsterdam in data 24 dicembre 2021 (**allegato 2**).

La società risulta registrata presso la Camera di Commercio olandese (**allegato 3**) dal 7 luglio 2020 e presso la Camera di Commercio di Milano, Monza Brianza e Lodi, come società attiva - sede secondaria, a far data dal 14 ottobre 2020 (**allegato 4**), registrazione poi trasferita presso il Registro Imprese di Napoli con effetto 18 gennaio 2023 (**allegato 6**), con la qualificazione di società inattiva.

L'atto con cui Tecnosystem acquisisce le quote di Assioma registra il trasferimento di No 1.000.000 di quote (shares) della società Assioma BV al prezzo unitario di 1 ero per quota (azione)

Con scrittura privata, prodotta in uno con l'allegato 2 citato, si definisce, in data 24 giugno 2021, la cessione delle quote dalla stessa (rappresentata dal socio un a Tecnosystem (rappresentata dall'amministratore unico all'epoca in carica I prezzo concordato (art. 3 della scrittura) di euro definendone il pagamento in modo frazionato fino alla data ultima del saldo fissata il 31 dicembre 2021.

La società, infine, esibisce evidenza di una registrazione presso l'ANPAL per operare nel mercato italiano, accompagnata da una fideiussione di Bper Banca, necessaria per l'accesso all'operatività (rispettivamente **allegati 7 e 8**).

5. La costituzione di usufrutto sulle quote di Assioma BV

In data 13 luglio 2022 Tecnosystem ha sottoscritto con Logiser un contratto di usufrutto sulle quote societarie rappresentative del 100% del capitale di Assioma BV a favore della

Il contratto discende dagli effetti dell'affitto stipulato tra Tecnosystem e Logiser (affittuaria) del ramo d'azienda della prima relativo a "siderurgia applicata alla costruzione degli scafi delle navi, anche da crociera": l'usufrutto sulle quote societarie di Assioma, e quindi la disponibilità di tale supporto operativo, sono motivati dall'esigenza di favorire una "migliore e più proficua gestione di detto ramo d'azienda", evidentemente nell'aspettativa di

conseguire, usufruendo della specializzazione propria di Assioma, condizioni di elevata flessibilità nella gestione del personale.

La durata dell'usufrutto è definita in **5 anni** e ha come corrispettivo il pagamento di **euro 54.000 annui** oltre IVA, da corrispondere in **mensilità anticipate di euro 4.500** oltre IVA (art. 2 del contratto).

Il contratto prevede inoltre a favore del soggetto usufruttuario un'opzione non onerosa di acquisto della quota (art. 4) per un controvalore di euro 1.000.000, con uno scomputo in conto prezzo dell'80% dei corrispettivi corrisposti per l'usufrutto fino al momento dell'esercizio dell'opzione.

6. La documentazione disponibile per Assioma BV

E' stata quindi acquisita ed esaminata la seguente documentazione:

- Atto di costituzione di Assioma BV tradotto e apostillato – rilasciato in copia conforme in dati
- Atto di trasferimento (in lingua originale) di quote societarie :
Amsterdam (allegato 2) con annessa scrittura privata in i
- Estratto Registro Imprese (originale– data
documento: tradotto e apostillato
- Estratto Registro Imprese della Camera d
(Visura Assioma tradotta e apostillata) -
- Visura ordinaria – Registro Imprese della Camera di Commerc
2022
- Verbale Assioma del 12.12.2022 relativo al trasferimento della sede secondaria Assioma con iscrizione
nel Registro delle imprese di Napoli– data 12-12-2022
- Atto di costituzione di usufrutto di quota societaria, redatto presso il Notaio Troili in Roma, in data 13
luglio 2022, relativo al 100% delle quote societarie di Assioma BV – data 13-7-2022
- Visura ordinaria - Registro Imprese della Camera di Commercio di Napoli – data 18-1-2023
- Scheda anagrafica estratta dal sito dell'ANPAL con evidenza della registrazione di Assioma come persona
giuridica operante come agenzia per il lavoro (documento in pdf)
- Fideiussione bancaria n.23/18126102 rilasciata da Bper Banca per un importo massimo di euro 350.000 a
favore di ANPAL con validità fino al 10 febbraio 2024

Non sono stati prodotti e non sono disponibili bilanci ufficiali o altri documenti contabili che consentano di verificare l'operatività della società.

7. Il quadro regolamentare delle società del settore e la documentazione

E' necessario precisare che per la disciplina nazionale le agenzie per il lavoro (agenzie di lavoro interinale) sono abilitate a operare nel territorio italiano a seguito di richiesta all'Agenzia ANPAL; la procedura prevede che ANPAL, accertata la presenza dei requisiti giuridici e finanziari ex articolo 5 del d.lgs. 276/2003, rilasci entro 60 giorni un'autorizzazione provvisoria all'esercizio dell'attività e iscriva il soggetto nell'Albo delle agenzie per il lavoro.

Si tratta di un'autorizzazione provvisoria di durata biennale allo spirare della quale, entro 90 giorni dalla scadenza, il soggetto interessato potrà richiedere un'autorizzazione a tempo indeterminato che presuppone la verifica aver della sussistenza dei requisiti giuridici e finanziari e di un regolare andamento dell'attività. Le agenzie possono, inoltre, accreditarsi presso le Regioni ai fini della loro partecipazione alla rete dei servizi per le politiche del lavoro previste dall'articolo 7 del d.lgs. 276/2003.

Per le agenzie con sede in altri Stati dell'Unione europea, come nel caso di Assioma, è prevista la semplice richiesta di iscrizione all'albo informatico delle agenzie per il lavoro, sezione I o sezione II, purché siano già autorizzate dallo Stato di provenienza e abbiano assolto ad obblighi di garanzia analoghi a quelli previsti dalla legislazione italiana (Interpello n. 31/2014). Restano salve le disposizioni nazionali e comunitarie sulla somministrazione transnazionale ricostruite nella Circolare n.14 del 9 aprile 2015.

Date queste precisazioni lo scrivente rileva che alla data di stesura della presente perizia risultano nella documentazione evidenze documentali che attesterebbero la registrazione della stessa Assioma presso L'ANPAL e quindi l'attitudine a operare.

Tale circostanza è desumibile dalla estrazione di alcune schermate dal sito della stessa Agenzia e dal rilascio di una fideiussione bancaria (emessa da Bper Banca), prerequisite peraltro richiesto dalla normativa sulle società di somministrazione lavoro, che è fornita in questi casi a copertura di eventuali crediti maturati dai lavoratori impiegati attraverso la società e dagli enti previdenziali per versamenti contributivi.

Il documento riferito alla registrazione presso ANPAL e la fideiussione rilasciata costituiscono requisiti formalmente necessari per l'esercizio dell'attività sul territorio italiano tramite all'albo informatico ANPAL, di cui si è fatto cenno in precedenza. In accordo con i passaggi normativi richiamati in precedenza, si deve presumere che tale documentazione implicitamente attesterebbe che sono presenti e verificati i requisiti che consentivano l'operatività della società nel paese di origine,

A parere di chi scrive, tuttavia, l'assenza di dati contabili che evidenzino l'operatività di Assioma precedentemente alla registrazione in Italia impedisce una valutazione dell'azienda fondata su elementi oggettivi.

8. L'operatività delle agenzie di somministrazione lavoro: valutazione su alcuni profili aziendali comparabili

Poiché, come anticipato, non è disponibile documentazione idonea a consentire una stima del valore della società in condizioni di normale operatività è stato effettuato un approfondimento attraverso la banca dati Aida su bilanci di alcune società con dimensioni simili (società con personale fino a 10 unità), in forma giuridica di Srl, operanti nel medesimo settore di attività economica di Assioma, come individuato dal codice ATECO.

Sono stati esaminati i bilanci di tre società comparabili, riferiti agli esercizi 2018-2021, dai quali sono stati enucleati i principali dati di operatività (Tav.3).

Le aziende selezionate sono state utilizzate come comparabili per derivarne informazioni ulteriori circa la potenzialità economica di Assioma.

Tav. 3 – Aziende di somministrazione lavoro – principali dati di bilancio (2018-2021)

	2018	2019	2020	2021
Totale attivo circolante	217.749	394.650	404.385	504.954
Totale attivo	424.089	608.418	614.928	517.606
Patrimonio netto	311.234	127.060	324.095	212.939
Valore della produzione	353.647	542.615	885.671	1.173.422
<i>Di cui: Ricavi da vendite e prestazioni</i>	178.446	435.265	885.671	1.163.502
Risultato di esercizio	-256.391	-469.173	-207.173	-137.154

	2018	2019	2020	2021
Totale attivo circolante	233.480	267.152	207.919	435.454
Totale attivo	417.027	631.783	664.304	631.670
Patrimonio netto	134.291	221.916	161.927	-264.268
Valore della produzione	66.799	291.878	601.654	1.084.329
<i>Di cui: Ricavi da vendite e prestazioni</i>	42.914	187.626	480.235	933.930
Risultato di esercizio	-275.190	-412.376	-179.990	-426.194

	2018	2019	2020	2021
Totale attivo circolante	88.509	143.075	174.150	182.627
Totale attivo	90.024	145.217	175.717	186.027
Patrimonio netto	61.660	58.560	99.914	97.456
Valore della produzione	101.340	77.239	115.883	217.789
<i>Di cui: Ricavi da vendite e prestazioni</i>	99.243	48.775	98.986	226.096
Risultato di esercizio	-7.749	-73.099	-58.646	-13.049

I dati di sintesi mostrano una sostanziale staticità dei volumi dell'attivo e un andamento crescente dei ricavi caratteristici. Per tutte le società i risultati economici sono tuttavia sempre fortemente negativi per l'intero periodo, e determinano, almeno in due dei tre soggetti in esame, una riduzione del valore del patrimonio aziendale.

Pur riconoscendo che il perimetro di analisi scelto è estremamente limitato, si è portati a dedurre da tali evidenze che negli anni più recenti il settore di attività non si è rivelato in se remunerativo per società di dimensioni contenute, come è anche il caso di Assioma; se inserite all'interno di strutture di gruppo, o a supporto dell'operatività di altri soggetti, presumibilmente le stesse potrebbero offrire un contributo non tanto in termini di reddito quanto favorendo incrementi di efficienza nella selezione dei profili professionali e a una maggiore flessibilità nella gestione del personale a beneficio dell'operatività di un gruppo o di una controllante.

Il valore di aziende con tali caratteristiche dimensionali può essere quindi apprezzato sotto il profilo della coerenza con le strategie di gruppo, come sarebbe potuto accadere nel caso delle relazioni societarie con Tecnosystem

9. Valutazione della partecipazione Assioma BV

Ai fini della valutazione sono disponibili i seguenti valori:

- il prezzo di acquisto di Assioma BV come rilevato nei documenti attestanti la transazione, pari a euro
- il corrispettivo derivante a Tecnosystem dal contratto di usufrutto sulle quote di Assioma: il valore nominale del contratto è pari a euro 270.000 (oltre IVA) con pagamenti distribuiti in un quinquennio; chi scrive ha stimato per completezza un valore attualizzato dei flussi generati dal contratto di euro 235.000 circa, sulla base di una serie di ipotesi¹ e considerando l'intero periodo contrattuale (sebbene sia ragionevole ritenere che il contratto sia avviato e alcuni pagamenti mensili già perfezionati);
- il prezzo di esercizio dell'opzione di acquisto di Assioma, indicato nel contratto di usufrutto in euro 1.000.000.

I valori che scaturiscono dall'esecuzione del contratto di usufrutto devono infatti essere tenuti in considerazione, con le opportune cautele, quali componenti del valore della partecipazione nell'ipotesi di continuità dell'attività di Tecnosystem.

¹ L'attualizzazione è stata ottenuta utilizzando un tasso dell'7,8% che ha considerato a) un tasso risk free (tasso su titoli governativi tedeschi con scadenza 5 anni (2,5%); b) un valore di beta unlevered a tre anni riferito a società quotata tipo operante nello stesso settore di attività di Logiser (0,26); c) un premio addizionale che tenesse conto della ridotta dimensione di Assioma (premio dimensionale) del 5%.

Devono d'altra parte essere considerate i seguenti elementi oggettivi:

- al momento della stesura della presente relazione i documenti che attestano la registrazione presso ANPAL consentono di desumere che Assioma abbia i requisiti per esercitare un'operatività in Italia ma non sono disponibili informazioni di bilancio che evidenzino l'operatività della società nel paese di origine
- non sono inoltre disponibili bilanci ufficiali o dati contabili di sintesi che consentano di valutarne la struttura patrimoniale e le performance reddituali, mentre un'analisi dei bilanci di alcune società comparabili ad Assioma per dimensioni e operanti sul territorio italiano hanno messo in rilievo limitati volumi di operatività e risultati economici costantemente negativi negli ultimi esercizi.

Sulla scorta degli elementi e delle considerazioni appena esposte, chi scrive ritiene che prudenzialmente la partecipazione in Assioma BV debba essere valutata pari a ZERO.

Si invita tuttavia a tenere in considerazione, unicamente in ipotesi di continuità dell'attività di Tecnosystem, che la partecipazione in esame è teoricamente suscettibile di produrre un valore positivo (calcolato convenzionalmente alla data di avvio del contratto) compreso in una "forchetta" che si colloca tra euro 1.000.000 (valore teorico di esercizio dell'opzione di acquisto delle quote all'avvio del contratto di usufrutto a favore di Logiser srl) ed euro 237.900, valore attualizzato del corrispettivo totale dell'usufrutto alla data di avvio del suddetto contratto.

Milano, 3 febbraio 2023