

PARERE DELL'AMMINISTRATORE INDIPENDENTE DI GEQUITY S.P.A.

AI SENSI DELL'ART. 39-BIS DEL REGOLAMENTO ADOTTATO DA CONSOB CON DELIBERA N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO E INTEGRATO ("REGOLAMENTO EMITTENTI"), RELATIVO ALLA OFFERTA PUBBLICA D'ACQUISTO OBBLIGATORIA TOTALITARIA AVENTE AD OGGETTO AZIONI ORDINARIE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 102 E 106, COMMA 1, DEL D.LGS. 24.02.1998 N. 58, E S.M.I. PROMOSSA DA HRD ITALIA S.R.L., SOCIETÀ DI DIRITTO ITALIANO, CON SEDE IN MILANO, CORSO XXII MARZO N. 19, ED AVENTE AD OGGETTO MASSIME N. 52.877.235 AZIONI ORDINARIE, RAPPRESENTATIVE DEL 49,50% DEL CAPITALE SOCIALE DI GEQUITY S.P.A., SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE SUL MERCATO TELEMATICO AZIONARIO, SOCIETÀ DI DIRITTO ITALIANO, CON SEDE LEGALE IN MILANO, CORSO XXII MARZO N. 19

SOMMARIO

- 1. OGGETTO DEL PARERE**
- 2. FINALITA' E LIMITAZIONI DI SCOPO DEL PARERE**
- 3. PROCESSO VALUTATIVO:**
 - (I) SCELTA E NOMINA DELL'ESPERTO INDIPENDENTE*
 - (II) DOCUMENTAZIONE ESAMINATA PER LA REDAZIONE DEL PARERE*
 - (III) INCONTRI E ATTIVITA' SVOLTE PER LA REDAZIONE DEL PARERE*
- 4. VALUTAZIONE DELL'OFFERTA**
 - 4.1 ELEMENTI ESSENZIALI E NATURA DELL'OFFERTA
 - 4.2 CONSIDERAZIONI SUI POSSIBILI DIVERSI SCENARI IN ESITO ALL'OFFERTA
- 5. VALUTAZIONE SULLA CONGRUITA' DEL CORRISPETTIVO DELL'OFFERTA**
 - 5.1 PREMessa SUL CORRISPETTIVO DELL'OPA
 - 5.2 LA FAIRNESS OPINION
- 6. CONCLUSIONI**



1. OGGETTO DEL PARERE.

Il presente parere è redatto ai sensi dell'art. 39-bis, comma 2, Regolamento Emittenti ("Parere") e contiene le valutazioni che l'Amministratore Indipendente di GEQUITY S.p.A. ("GEQUITY", "Emittente" o "Società"), DR.SSA ELENA SPINELLI - nata a Monza l'11.10.1966 e residente a Vimercate (MI) – Via Vittorio Gussi, 12 - Codice Fiscale SPNLNE66R51F704R e Partita Iva 03854350968 iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Monza nr. 304 e al Registro dei Revisori Contabili al n. 55909 pubblicato in G.U. del 21.04.1995 n. suppl. 31bis, - ("Amministratore Indipendente") formula:

- (i) sull'offerta pubblica di acquisto obbligatoria ("OPA" o "Offerta"), promossa da HRD Italia S.r.l. ("Offerente" e/o "HRD Italia") ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1 del D.Lgs. 24.02.1998 n. 58, come successivamente modificato e integrato ("Testo Unico della Finanza" e/o "TUF"), nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel regolamento, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999, come successivamente modificato e integrato ("Regolamento Emittenti") – avente ad oggetto massime n. 52.877.235 azioni ordinarie ("Azioni"), rappresentative del 49,50% del capitale sociale, di GEQUITY S.p.A. ("Emittente" e/o "GEQUITY"), società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario ("Mercato Telematico Azionario" o "MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("Borsa Italiana"). L'Offerta, quindi, ha ad oggetto la totalità del capitale dell'Emittente detratte le azioni, pari al restante 50,50% del medesimo capitale, detenute da HRD Italia alla Data del Documento di Offerta. L'Offerta ha ad oggetto unicamente le azioni emesse da GEQUITY S.p.A con esclusione delle Obbligazioni in circolazione e dei Warrants da essa stessa emessi;
- (ii) sulla congruità del corrispettivo offerto nell'ambito della OPA stessa.

I termini con la lettera maiuscola, ove non diversamente definiti nel presente Parere, hanno lo stesso significato a essi attribuito nel Documento di Offerta (come di seguito definito).



2. FINALITA' E LIMITAZIONI DI SCOPO DEL PARERE.

Il Parere è redatto esclusivamente ai sensi e per i fini dell'art. 39-bis Regolamento Emittenti e quindi è messo a disposizione del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente soltanto ai fini del rilascio, da parte di quest'ultimo, del successivo comunicato che, ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis TUF e dell'art. 39 Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione di GEQUITY S.p.A. è tenuto a diffondere per illustrare ogni dato utile per l'apprezzamento dell'OPA, la propria valutazione motivata sulla medesima e sulla congruità del corrispettivo, nonché la valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'OPA avrà sugli interessi dell'impresa ("Comunicato dell'Emittente").

Finalità del Parere dell'Amministratore Indipendente è dunque soltanto quella di illustrare le valutazioni che - nei limiti e per gli effetti di cui all'art. 39-bis Regolamento Emittenti - lo stesso ha compiuto ad esito delle analisi, anche con l'ausilio dell'Esperto Indipendente (come definito al successivo Articolo 3), sia in relazione all'Offerta nel suo complesso, sia dal punto di vista della congruità del corrispettivo dell'OPA.

Di conseguenza, il Parere - nei limiti delle, e in coerenza con le, finalità previste dalla normativa italiana sopra richiamata - non sostituisce in alcun modo il Comunicato dell'Emittente né il Documento di Offerta e non ha, in alcun modo, la finalità di fornire un orientamento, una sollecitazione, una raccomandazione o un conforto a favore di alcun soggetto (sia esso un azionista o un terzo investitore) in relazione alla decisione di aderire o non aderire all'OPA (o di compiere qualunque operazione che abbia ad oggetto strumenti finanziari dell'Emittente), non eliminando la necessità che ogni singolo soggetto svolga la propria personale valutazione in relazione all'adesione all'Offerta e ad ogni altra operazione che concerna l'Emittente e gli strumenti finanziari emessi dallo stesso, in particolare sulla base del Documento di Offerta e del Comunicato dell'Emittente.

L'Offerta è rivolta, indistintamente e a parità di condizioni, a tutti i titolari delle Azioni ed è promossa esclusivamente in Italia ai sensi degli artt. 102, e 106, comma 1 del TUF.

Poiché l'Offerta non è stata e non sarà promossa né diffusa nei seguenti paesi: Stati Uniti d'America, Canada, Giappone e Australia, né in qualsiasi altro Paese in cui tale Offerta non



sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità o altri adempimenti da parte dell'Offerente ("Altri Paesi"), né utilizzando strumenti di comunicazione o commercio nazionale o internazionale degli Altri Paesi (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, la rete postale, il fax, il telex, la posta elettronica, il telefono e internet), né attraverso qualsivoglia struttura di alcuno degli intermediari finanziari degli Altri Paesi, né in alcun altro modo, il Parere - redatto esclusivamente sulla base, ai sensi e per gli effetti della normativa italiana ed in particolare con le finalità e nei limiti dell'art. 39-bis Regolamento Emittenti - non è in alcun modo volto a ottemperare a normative diverse da quella italiana, né può essere in alcun caso valutato, interpretato e/o utilizzato alla luce o in applicazione di qualsivoglia diversa normativa.

3. PROCESSO VALUTATIVO.

(1) SCELTA E NOMINA DELL'ESPERTO INDIPENDENTE.

Come consentito dall'art. 39-bis, comma 2, Regolamento Emittenti, l'Amministratore Indipendente ha ritenuto di avvalersi, a spese della Società, dell'ausilio di un esperto indipendente.

A esito di una procedura di selezione, in data 05 settembre 2017, l'Amministratore Indipendente ha conferito al DOTT. MASSIMILIANO MESCHINI ("Esperto Indipendente" o "Dr. Meschini"), Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, con studio in Viterbo, Via Maestro Danese n.1, l'incarico di redigere una relazione in merito alla congruità del corrispettivo previsto ai sensi dell'Offerta ("Fairness Opinion").

Oggetto dell'incarico conferito all'Esperto Indipendente è la formulazione di un parere di congruità sul prezzo, offerto da HRD Italia S.p.A. (di seguito "HRD" o l'"Offerente"), in relazione alla totalità delle azioni ordinarie di GEQUITY S.p.A. (di seguito "GEQ" o la "Società"), società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario, nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria (l'"OPA") promossa da HRD (l'"Offerta") ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106 comma 1 del TUF (l'"Operazione"). Per una dettagliata descrizione dell'Operazione e dell'Offerta si rinvia ai comunicati stampa diffusi dalla Società in data 21 luglio 2017 e successivi.



Più precisamente, l'attività dell'Esperto Indipendente è consistita nell'applicazione di procedure valutative ai dati ed alle informazioni forniti dal management della Società allo scopo di redigere un parere circa la congruità del prezzo dell'OPA, illustrando altresì gli elementi di considerazione che ritenuti utili per sostanziare le determinazioni nell'ambito anzidetto.

La valutazione delle azioni di GEQUITY S.p.A., in relazione alle finalità connesse alla formulazione del parere di congruità succitato, è stata svolta dall'Esperto Indipendente attraverso l'applicazione delle metodologie valutative ritenute più appropriate tra quelle suggerite dalla tecnica economica e finanziaria e comunemente utilizzate nella prassi, aventi come riferimento i dati contabili ed extracontabili, i documenti e le informazioni forniti dal personale incaricato a tale scopo.

Lo svolgimento dell'incarico ha avuto come presupposto che fossero messe a disposizione dell'Esperto Indipendente tutte le informazioni necessarie, tra cui, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, tutte le informazioni contabili oltre a quelle già disponibili nella sezione Investor Relations del sito web della Società, il piano industriale pluriennale della Società, se disponibile, la documentazione societaria inerente e utile in relazione all'Operazione e/o all'Offerta e, più in generale, ogni altra informazione di carattere economico-finanziario, gestionale, tecnico e/o legale, presenti e/o prospettiche, richiesta per lo svolgimento del presente incarico.

L'intervento dell'Esperto Indipendente si è concluso con l'elaborazione di una relazione di ragionevolezza dal punto di vista finanziario a supporto delle determinazioni di Sua competenza circa l'Operazione, contenente il parere dell'Esperto Indipendente circa la congruità del prezzo dell'OPA (la "Fairness Opinion").

Le valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente al fine di pervenire al giudizio circa la congruità del prezzo devono essere considerate strettamente in considerazione del contesto specifico nel quale le stesse si inseriscono, da non confondere con altri riferimenti di valore e/o di prezzo che potranno essere determinati sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi non rilevanti per le finalità della Fairness Opinion.



L'Esperto Indipendente, avendo confermato che non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie o altre circostanze che possano incidere sulla sua indipendenza, in data 5 ottobre 2017, ha rilasciato la Fairness Opinion che si trova allegata al Parere sub "A" e le cui conclusioni sono illustrate al successivo Paragrafo 5.2 ("Fairness Opinion").

(II) DOCUMENTAZIONE ESAMINATA PER LA REDAZIONE DEL PARERE

L'Amministratore Indipendente ha utilizzato il materiale documentale fornito dalla società GEQUITY S.p.A. e altri dati e informazioni pubbliche. Il suo parere è strettamente legato alle informazioni e ai dati resi disponibili dalla stessa GEQUITY S.p.A. nel momento di redazione della presente relazione, emessa in data 7 ottobre 2017.

Di seguito si riportano le principali fonti consultate:

- Comunicato stampa del 21.07.2017 dell'Offerente HRD S.r.l. emesso ai sensi dell'art. 102 c.1 del TUF in relazione all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria;
- Bozza del Documento di Offerta Pubblica del 28 settembre 2017 e successivi aggiornamenti, ultimo del 04 Ottobre 2017 ("Documento d'Offerta");
- Bilancio individuale e consolidato di GEQUITY S.p.A. al 31 dicembre 2015;
- Progetto di Bilancio individuale e consolidato di GEQUITY S.p.A. al 31 dicembre 2016 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 28 settembre 2017;
- Relazione semestrale di GEQUITY S.p.A. al 30 giugno 2017 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 28 settembre 2017;
- Comunicato di HRD S.r.l. diffuso da GEQUITY S.p.A. in data 04 settembre 2017 circa l'impegno a versare in conto futuro aumento di capitale la somma di Euro 300.000 entro il termine dell'8 settembre 2017 ed ulteriori Euro 300.000 a semplice richiesta dell'Amministratore Delegato;
- Impegno di HRD S.r.l. al versamento di ulteriori somme fino a massimo Euro 500.000 a supporto della continuità aziendale;
- Cash Plan relativo al periodo settembre 2017 - settembre 2018 approvato dal Consiglio di Amministrazione di GEQUITY S.p.A. del 22 settembre 2017.



- Situazione provvisoria economico-patrimoniale di GEQUITY S.p.A. al 10 settembre 2017 non approvata dal Consiglio di Amministrazione;
- Dichiarativi fiscali 2016;
- Informazioni messe a disposizione dalla società GEQUITY S.p.A. relative all'attività sociale;
- Relazioni estimative e valutazioni relative agli assets della Società;
- Informazioni di mercato pubblicamente disponibili e andamento dei corsi borsistici;
- Fairness Opinion fornita dall'Esperto Indipendente;
- Altri dati e informazioni e documenti pubblicamente disponibili (fonti principali: GEQUITY S.p.A. website, Consob website, Borsa Italiana website, principali siti web di informazione e analisi finanziaria);

Si rileva che nelle relazioni e nel progetto di bilancio al 31 dicembre 2016, come approvato dal consiglio di amministrazione in data 28 settembre 2017, è indicato che la Società potrà operare nel presupposto della CONTINUITÀ AZIENDALE per i prossimi 12 mesi.

La situazione contabile provvisoria al 10 settembre 2017, non approvata dal Consiglio di Amministrazione, è aggiornata con il versamento in conto futuro aumento di capitale di Euro 300.000, eseguito dal socio HRD Italia S.r.l..

In merito alla documentazione contabile ed informativa messa a disposizione, l'Amministratore Indipendente ha proceduto alla sua utilizzazione così come essa è stata predisposta e fornita, sul presupposto della sua correttezza, della sua completezza e della sua rispondenza al vero.

Non è stato fornito, ottenuto o esaminato per conto della Società alcun parere specialistico di tipo legale, contabile, ambientale, fiscale, previdenziale, né alcun documento di auditing interno.

L'Amministratore Indipendente inoltre non ha svolto procedure di valutazione *audit* o *due diligence* sui dati e sulle informazioni fornite dalla società ed utilizzate nel presente lavoro.



(III) INCONTRI E ATTIVITÀ SVOLTE PER LA REDAZIONE DEL PARERE

A partire dalla data di conferimento dell'incarico al Dott. Massimiliano Meschini, l'Amministratore Indipendente ha intrattenuto costanti contatti con l'Esperto Indipendente, il quale ha effettuato alcune presentazioni aventi ad oggetto, tra l'altro, lo scenario di riferimento e le metodologie di valutazione utilizzate con riguardo a GEQUITY S.p.A. per la formulazione della Fairness Opinion.

Inoltre, l'Amministratore Indipendente ha regolarmente partecipato a tutte le riunioni del Consiglio di Amministrazione e svolto attività istruttorie e valutative, ai fini della redazione del Parere.

4. VALUTAZIONE DELL'OFFERTA

4.1 ELEMENTI ESSENZIALI E NATURA DELL'OFFERTA.

Con comunicato diffuso in data 21.07.2017, HRD Italia S.r.l ha reso noto di aver promosso un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1 del D.Lgs. 24.02.1998 n. 58, ("TUF") nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel "Regolamento Emittenti", adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999, avente ad oggetto massime n. 52.877.235 azioni ordinarie rappresentative del 49,50% del capitale sociale, di GEQUITY S.p.A. ("Emittente"), società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

HRD Italia S.r.l. ha dichiarato che l'Offerta non è volta al *delisting* dell'Emittente e la stessa ha ad oggetto unicamente le Azioni e non già né le Obbligazioni, né i Warrants che, pertanto, restano esclusi dall'Offerta.

L'obbligo giuridico di promuovere l'Offerta è derivato dall'acquisto delle azioni, da parte di HRD Italia in data 20.07.2017, a seguito dell'esito dell'asta competitiva ex art. 163bis del Regio Decreto n. 267 del 1942 e s.m.i. ("LF"), tenutasi, il 22.05.2017, dagli organi della procedura di concordato del precedente azionista di controllo Sintesi S.p.A. in concordato preventivo, in ottemperanza a quanto disposto dal Tribunale di Milano ed avente ad oggetto, tra l'altro, la totalità delle azioni detenute da Sintesi in GEQUITY S.p.A..

In data 20.07.2017, HRD Italia S.r.l., essendo stata l'aggiudicataria dell'asta competitiva, ha concluso con Sintesi il contratto di compravendita della partecipazione, per l'acquisto di n.



53.945.463 azioni ordinarie (con warrants) GEQUITY S.p.A., pari al 50,50% del capitale un prezzo unitario di € 0,011 ad azione per un controvalore di € 593.400,10.

L'Offerente HRD Italia S.r.l. è una società a responsabilità limitata di diritto italiano, avente sede legale in Milano, Corso XXII Marzo n. 19, Partita IVA n. 13123240155 e codice fiscale n. 03423830102 numero REA MI-1617467 ed è controllata ai sensi degli artt. 2359 e 93 TUF da Improvement Holding S.r.l., con sede legale in Milano, Corso XXII Marzo n. 19, Partita IVA e codice fiscale n. 01502290990 numero REA MI-1906502 titolare di una quota del capitale sociale pari al 93,05%.

L'Offerente è attivo nel settore della formazione in ambito comportamentale, coaching e di crescita personale e sviluppo della leadership personale.

L'Emittente GEQUITY S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano con sede legale in Milano, Corso XXII Marzo n. 19, Codice Fiscale e Partita Iva n. 00723010153, numero REA MI - 2129083, avente le proprie azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario.

GEQUITY S.p.A. è esercente l'attività di private equity, focalizzata sull'acquisizione di partecipazioni in piccole e medie imprese ma non dispone di un piano strategico aggiornato relativo ai prossimi esercizi.

L'Offerente riconoscerà un corrispettivo di € 0,011 per ogni Azione portata in adesione all'Offerta.

Il controvalore massimo complessivo dell'Offerta è pari a Euro 581.649,59.

Il Corrispettivo dell'Offerta è stato fissato conformemente a quanto disposto dall'art. 106, comma 2, del TUF che cita: *"... Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile."*



Nel caso in esame tale prezzo coincide con il valore unitario attribuito alle sole azioni aggiudicate ad esito dell'asta competitiva disposta dagli organi della Procedura Concordataria ex art.163 bis LF.

I termini e le condizioni dell'offerta, nonché tutte le informazioni relative all'Offerente HRD Italia S.r.l. e all' Emittente GEQUITY S.p.A. sono indicate specificamente nel comunicato del 21.07.2017 e nel successivo Documento di Offerta.

4.2 CONSIDERAZIONI SUI POSSIBILI DIVERSI SCENARI IN ESITO ALL'OFFERTA

Oggetto del parere di congruità è l'elaborazione di un giudizio di merito sulla proposta elaborata dall'Offerente a cui si rimanda.

Nel caso in esame, cioè nel caso di un'Offerta Pubblica di Acquisto è necessario comparare il valore della Società Emittente con il corrispettivo monetario offerto per ogni singolo titolo.

In ragione dei dati e delle informazioni disponibili, la comparazione tra i valori di mercato dei titoli oggetto di scambio deve essere effettuata, quando possibile, sulla base dei loro valori intrinseci o fondamentali, determinati secondo modelli di natura finanziaria.

La valutazione di mercato, invece, ha come obiettivo principale quello di verificare e riscontrare i risultati ottenuti con gli altri modelli di valutazione.

Il metodo maggiormente utilizzato, è il DCF (discount cash flow), cioè l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi.

La teoria per la valutazione degli investimenti prevede che il valore aziendale corrisponda ai flussi netti di capitale attesi dall'investitore attualizzati con un tasso di sconto che tenga conto dei rischi e del valore temporale del denaro.

Nella pratica, questo valore è stimato sulla base dei futuri cash-flow liberi, i quali vengono scontati ad un tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale „WACC”.

Il valore aziendale operativo è ottenuto attualizzando e sommando i FCF futuri durante il periodo in esame ed il valore residuo al termine del periodo di proiezione.

Il tasso di sconto che si applica per la capitalizzazione corrisponde al costo medio ponderato del capitale – WACC.



Quest'ultimo si basa su una stima della struttura del capitale dell'azienda e distingue costi per i fondi propri e costi per i debiti dopo imposte. Il costo dei fondi propri si compone di più elementi: il tasso privo di rischio, un premio per il rischio per i fondi propri.

La stima del premio di rischio per i fondi propri si basa sul modello per la valutazione degli attivi finanziari (Capital Asset Pricing Model – “CAPM”).

Il tasso di attualizzazione definito dal modello è composto dal premio di rischio di mercato moltiplicato per il beta “levered”.

Il beta “levered” indica il rischio sistematico d'impresa, dipende non solo dal rischio operativo ma anche dalla struttura con cui la società è finanziata.

Il costo del debito è invece composto dal tasso d'interesse privo di rischio e da un premio di rischio legato specificatamente all'azienda.

Il metodo dei multipli di mercato, si basa sulla comparabilità, della società in oggetto di valutazione o delle transazioni. In alcuni casi i due procedimenti sono utilizzati congiuntamente per la stima aziendale, quello delle società comparabili è però il più ricorrente, si sostanzia nella scelta dei fattori comuni come il settore di riferimento, la dimensione aziendale, la tipologia di amministrazione e governance e le performance per poter poi costruire un campione di riferimento formato da società simili.

Una volta definito il gruppo delle società comparabili si passa alla scelta dei multipli, due sono le tipologie, asset side ed equity side, i primi considerano i flussi reddituali unlevered, mentre i secondi quelli levered.

La teoria e la prassi professionale contemplano altri metodi di valutazione, da utilizzate in ragione di determinate condizioni economico aziendali, tra cui, metodi patrimoniali e reddituali, metodi misti, l'analisi del corso delle azioni ed altri, a tal proposito preme evidenziare come sia la teoria che la prassi riconoscono una differenza tra il concetto di valore e di prezzo così come riportato nei *Principi Italiani di Valutazione*, che a tale proposito specifica: “1) il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal

valore dell'attività; [...] 3) il valore non è una grandezza empirica ma il risultato di una stima...”

In ragione di quanto sopra sinteticamente riportato, in merito ai principali assunti teorici posti a base delle metodologie di valutazione che andrebbero adottate, occorre rilevare, che nel caso di specie *non è presente né risulta approvato un piano industriale prospettico da cui estrapolare i flussi di cassa e/o reddituali attesi in ragione della strategia sottesa al piano stesso* (i dati evidenziati nel documento di offerta sono tutti dati “stand alone”), i dati storici evidenziati nei bilanci di esercizio precedente di GEQUITY S.p.A. approvati o nel progetto di Bilancio 2016 registrano flussi di cassa negativi.

La mancanza dei dati prospettici, nonché dei moltiplicatori di prezzo poiché partono da dati negativi, in base ai dati degli ultimi due esercizi non ha reso possibile effettuare comparazioni a prescindere dalla possibilità concreta di individuazione di società analoghe che rispondessero ad un criterio di significatività per l'analisi da svolgere nella presente relazione. In merito alla determinazione del prezzo di offerta da parte dell'Offerente, preme ricordare che lo stesso è stato determinato in seno all'esito di una procedura di tipo concorsuale e quindi non direttamente “di mercato”.

Poiché la determinazione dei valori fondamentali è basata prevalentemente sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti sulla base di piani pluriennali approvati dagli organi amministrativi delle Società, la mancanza di un siffatto piano induce ad *utilizzare come metodo l'analisi delle quotazioni di borsa* (considerato anche che il flottante è rappresentato da circa il 50% delle azioni emesse, quindi dotato di significatività) da confrontare con un metodo patrimoniale semplice come di seguito rappresentato.

PATRIMONIO NETTO

Nella Tabella seguente è stato rappresentato il patrimonio netto per azione, calcolato sia al 31 dicembre 2016 che al 10 settembre 2017, quest'ultima situazione contabile provvisoria, non approvata dal Consiglio di Amministrazione, ma significativa perché tiene conto del versamento dei soci effettuato in conto futuro aumento di capitale, con impatto positivo sul Patrimonio netto e pertanto rilevante rispetto alle finalità della presente relazione.



PATRIMONIO NETTO PER AZIONE	31 12 2016	10 09 2017
Patrimonio netto (consolidato)	Euro 1.441.791	Euro 1.285.936
Numero Azioni in circolazione	64.839.473	106.822.698
Patrimonio Netto consolidato per azione	Euro 0,02224	Euro 0,01204

ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA

Si è proceduto all'analisi delle quotazioni di borsa dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni di GEQUITY S.p.A. nei 12 mesi precedenti al comunicato dell'Offerta.

Nella tabella di cui alla Fairness Opinion si rappresenta il confronto tra il Corrispettivo dell'Offerta pari ad Euro 0,011 e l'ultimo prezzo ufficiale delle azioni ordinarie dell'Emittente registrato alla Data di Riferimento con la media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie di GEQUITY S.p.A relativa a 1, 3, 6 mesi e a 12 mesi precedenti la Data di Riferimento.

Nella seguente tabella si rappresenta il confronto tra il Corrispettivo dell'Offerta pari ad € 0,011 e:

- l'ultimo prezzo ufficiale delle azioni ordinarie dell'Emittente registrato alla Data di Riferimento,
- la media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie di GEQUITY S.p.A. relativa a 1, 3, 6 mesi e a 12 mesi precedenti la Data di Riferimento.

CONFRONTO CORRISPETTIVO OFFERTO/QUOTAZIONI	EURO	DELTA%
Corrispettivo	0,011	
Prezzo ufficiale alla Data di Riferimento del 20 luglio 2017	0,0742	
Prezzo medio ponderato sui volumi – 1 mese precedente la Data di Riferimento	0,0769	(85,69 %)
Prezzo medio ponderato sui volumi – 3 mesi precedenti la Data di Riferimento	0,0775	(85,80 %)
Prezzo medio ponderato sui volumi – 6 mesi precedenti la Data di Riferimento	0,0847	(87,01%)
Prezzo medio ponderato sui volumi – 12 mesi precedenti la Data di Riferimento	0,0791	(86,09%)

Fonte: Bloomberg

Per poter formulare considerazioni sull'OPA che vadano al di là del profilo della conformità della stessa al modello legale, è utile tenere in considerazione gli scenari che si potrebbero configurare al suo esito, anche tenuto conto di quanto riferito dall'Offerente nel Documento di Offerta, circa gli scopi perseguiti tramite la stessa.

Ai fini di una maggiore chiarezza, si illustrano le possibili alternative per gli azionisti dell'Emittente cui l'Offerta è rivolta.

1. Adesione all'Offerta

In caso di adesione all'Offerta durante il Periodo di Adesione (ovvero, se applicabile, durante il periodo di Riapertura dei Termini), gli azionisti dell'Emittente riceveranno € 0,011 per ogni Azione portata in adesione.

2. Mancata adesione all'Offerta

In caso di mancata adesione all'Offerta durante il Periodo di Adesione (ovvero, se applicabile, durante il periodo di Riapertura dei Termini dell'Offerta), gli azionisti dell'Emittente si troverebbero di fronte a uno dei possibili scenari come di seguito descritti:

(2.1.) Scarsità del flottante a seguito dell'Offerta

Nel caso in cui, all'esito dell'Offerta (ivi inclusa l'eventuale Riapertura dei Termini), si verificasse una scarsità del flottante tale da non assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie dell'Emittente, anche tenuto conto dell'eventuale permanenza nel capitale sociale dell'Emittente di azionisti con partecipazioni rilevanti ai sensi della normativa applicabile, Borsa Italiana potrebbe disporre la sospensione e/o la revoca delle azioni ordinarie dell'Emittente dalla quotazione.

Qualora tale scarsità di flottante venisse a manifestarsi, l'Offerente tuttavia intende porre in essere misure finalizzate, per tempistica e modalità, a ripristinare le condizioni minime di flottante per un regolare andamento delle contrattazioni delle azioni ordinarie, pur non sussistendo al riguardo alcun obbligo derivante dalla normativa applicabile.

(2.2) Raggiungimento di una partecipazione superiore al 90%, ma inferiore al 95%, del capitale sociale dell'Emittente

Qualora, all'esito dell'Offerta (ivi inclusa l'eventuale Riapertura dei Termini), per effetto delle adesioni all'Offerta e di acquisti eventualmente effettuati, al di fuori della medesima in



conformità alla normativa applicabile, entro il Periodo di Adesione (ovvero nel periodo di eventuale Riapertura dei Termini), l'Offerente venga a detenere una partecipazione complessiva superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente, avendo dichiarato la propria volontà di voler ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni, non sarà soggetto all'Obbligo di Acquisto ex art. 108, comma 2, del TUF. In tal caso, dunque, gli azionisti dell'Emittente che non abbiano aderito all'Offerta non avranno diritto di chiedere all'Offerente di acquistare le loro Azioni, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, al corrispettivo determinato ai sensi dell'art. 108, comma 3, del TUF, ossia ad un prezzo pari al Corrispettivo dell'Offerta, purché questi entro 90 giorni proceda alla ricostruzione del flottante.

(2.3) Raggiungimento di una partecipazione almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente

Qualora, all'esito dell'Offerta (ivi inclusa l'eventuale Riapertura dei Termini), per effetto delle adesioni all'Offerta e di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta medesima in conformità alla normativa applicabile, entro il Periodo di Adesione (ovvero nel periodo di eventuale Riapertura dei Termini), l'Offerente venga a detenere una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente dichiara fin da ora che darà corso all'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ex art. 108, comma 1, del TUF: in tal caso gli azionisti dell'Emittente che non abbiano aderito all'Offerta potranno richiedere all'Offerente di acquistare le proprie azioni non portate in adesione all'Offerta ex art. 108, comma 1, TUF al corrispettivo determinato ai sensi dell'art. 108, comma 3, del TUF, ossia ad un prezzo pari al Corrispettivo dell'Offerta

Si segnala che, all'esito dell'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ex art. 108, comma 1, TUF, l'Offerente darà corso ad ogni adempimento funzionale e/o richiesto il Ripristino del Flottante.



5. VALUTAZIONE SU CONGRUITA' DEL CORRISPETTIVO DELL'OFFERTA

5.1 PREMESSA SUL CORRISPETTIVO DELL'OPA

Ai sensi dell'art. 106, comma 2, TUF, l'Offerta deve essere promossa ad "un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'Offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla data della comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, TUF per di titoli della medesima categoria".

Nel caso di specie, l'Offerente ha dichiarato, al paragrafo E.1 del Documento di Offerta:

“L'Offerente riconoscerà un corrispettivo di Euro 0,011 per ogni Azione portata in adesione all'Offerta (“Corrispettivo dell'Offerta” e/o “Corrispettivo”) il quale non tiene conto dell'eventuale dividendo.

Il Corrispettivo dell'Offerta si intende al netto di bolli, compensi, provvigioni e spese che rimarranno a carico dell'Offerente, mentre l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze, qualora dovuta, resterà a carico degli aderenti all'Offerta.

Si precisa che, ai sensi dell'art. 106, comma 2, del TUF, l'Offerta deve essere promossa ad un prezzo “non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria”.

Il Corrispettivo dell'Offerta è pari dunque, ai sensi dell'art. 106, commi 2 e 3, del TUF, alla valorizzazione unitaria riconosciuta alle Azioni Aggiudicate in sede di Aggiudicazione. Il Corrispettivo, quindi, coincide con il prezzo pagato dall'Offerente per l'acquisto delle Azioni Aggiudicate come indicato nel Contratto di Acquisto della Partecipazione.

L'Offerente e le persone che agisco di concerto ex art. 101bis, comma 4bis, let. a) TUF non hanno effettuato alcun altro acquisto di azioni dell'Emittente nei 12 mesi precedenti la comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, del TUF.

Con riferimento alla determinazione di tale prezzo l'Offerente non si è avvalso di pareri di esperti, documenti di valutazione o perizie. Non esistono ulteriori accordi né sono stati pattuiti corrispettivi ulteriori, anche in natura. Il Corrispettivo consegue al prezzo delle Azioni Aggiudicate concordato dalle parti (Sintesi e HRD Italia) nel Contratto di Compravendita delle Partecipazione stipulato a seguito dell'asta competitiva tenutasi in data 22.05.2017 ai sensi dell'art. 163bis L.F. nel corso della quale non vi sono stati rialzi rispetto all'offerta presentata in quella sede dall'Offerente che è risultato l'unico soggetto partecipante.



L'Offerente, oltre al trasferimento della Partecipazione, non ha effettuato ulteriori acquisti di azioni dell'Emittente nei 12 mesi anteriori alla Comunicazione dell'Offerente, né sottoscritto ulteriori accordi, che possano assumere rilevanza ai fini della determinazione del Corrispettivo dell'Offerta.

5.2 LA FAIRNESS OPINION

L'Amministratore Indipendente, preso atto di tali dichiarazioni dell'Offerente, segnala quanto segue:

L'Esperto Indipendente ha rilasciato la Fairness Opinion (allegata al Parere, sub Allegato A alla quale si rinvia per ogni più approfondita analisi), in data 5 ottobre 2017.

Come precisato nella Fairness Opinion, l'Esperto Indipendente ha asserito che la determinazione del prezzo di offerta non è stata basata su “parametri di mercato” ma il prezzo è quello che si è stabilito nell'ambito di una Procedura Concorsuale.

L'assenza di un “Piano industriale prospettico” non ha infatti consentito di inserire il metodo del DCF tra quelli su cui fondare il proprio parere né tantomeno, riscontrare tali valori con il metodo dei multipli di mercato prospettici per un campione analogo di società oppure di transazioni.

L'Esperto Indipendente quindi ha seguito un percorso di analisi di tipo patrimoniale e sul corso delle azioni, con dati omogenei con quanto riportato dall'Offerente nel documento di offerta.

Nel rinviare alla Fairness Opinion per una analitica descrizione delle metodologie utilizzate e delle analisi effettuate nell'ambito di ciascuna di esse, riportiamo di seguito il risultato cui l'Amministratore Indipendente è giunto all'esito dell'analisi svolta:

“Sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo illustrate nel corso dell'analisi, fatte salve le limitazioni e le criticità evidenziate, verificato che il prezzo di Offerta di Euro 0,011 è inferiore al valore minimo risultante dei metodi utilizzati nella presente Fairness Opinion, il prezzo offerto è da ritenersi NON CONGRUO, dal punto di vista finanziario, per tutti gli azionisti di GEQUITY S.p.A.”



6. CONCLUSIONI

L'Amministratore Indipendente, preso atto:

(i) delle dichiarazioni dell'Offerente contenute nel Documento di Offerta;

(ii) delle conclusioni enunciate nella Fairness Opinion;

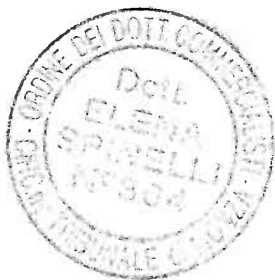
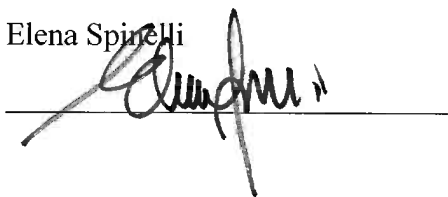
e che, per quanto a sua conoscenza, alla data in cui viene predisposto e rilasciato il Parere, non sono emersi elementi che si pongono in contrasto con le predette conclusioni dell'Esperto Indipendente e, alla luce delle considerazioni tutte illustrate nel Parere - ivi compreso quanto già indicato al precedente Articolo 2 - ritiene che:

- l'OPA sia conforme alle prescrizioni dettate dal regime legale per le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, non contenendo elementi accessori o accidentali che influiscano sul suo contenuto essenziale;
- il Corrispettivo dell'OPA, pari ad Euro 0,011, essendo inferiore al valore minimo risultante dei metodi utilizzati nella Fairness Opinion, è da ritenersi, dal punto di vista finanziario, NON CONGRUO con riferimento al metodo e criterio di valutazione utilizzato.

Milano, 7 ottobre 2017

L'Amministratore Indipendente

Elena Spinelli



Dr.ssa ELENA SPINELLI
Ordine Dottori Commercialisti Monza Brianza nr. 304
Registro Revisori Contabili nr. 55909
Vimercate (MB) - Via Vittorio Gussi, 12
C.F. SPN LNE 66R51 F704R
P.I. 03854350968

Allegati

- A. Fairness Opinion – Parere di congruità dell'esperto indipendente in data 5 ottobre 2017

Studio Meschini

*Via Maestro Danese, 1
Viterbo*

Meschini Massimiliano

Dottore Commercialista

Revisore legale

Spett.LE

GEQUITY SPA

Corso XXII Marzo, 19

20129 MILANO (MI)

Alla Cortese Attenzione del consigliere indipendente Dott.sa Elena E. Spinelli

Alla Cortese Attenzione del Consiglio di Amministrazione di Gequity Spa.

OGGETTO: Parere di congruità relativo all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria avente ad oggetto massime n. 52.877.235 azioni ordinarie, rappresentative del 49,50% del capitale sociale, di Gequity S.p.A., società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Promossa da HRD Italia S.r.l. già detentrica alla data del comunicato stampa, 21-luglio-2017, di azioni Gequity S.p.A. rappresentative del 50,50% del capitale. Operazione effettuata ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1 del D.Lgs. 24.02.1998 n. 58, come successivamente modificato e integrato, nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel regolamento, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999, come successivamente modificato e integrato.

Premessa

Il 21 luglio 2017 è stata comunicata da HRD Italia S.r.l. ("Offerente"), la promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria ("Offerta") – ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1 del D.Lgs. 24.02.1998 n. 58, sulle azioni ordinarie massime n. 52.877.235, rappresentative del 49,50% del capitale sociale, di Gequity S.p.A., società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ad un prezzo di € 0,011 per ogni azione portata in adesione all'Offerta e acquistata dall'Offerente.

La Dott.sa Elena E. Spinelli, consigliere indipendente della società Gequity S.p.A., per la redazione del proprio parere ex art. 39 bis, comma 2, del Regolamento Emittenti, si è avvalsa della facoltà di nominare un esperto indipendente per la valutazione di congruità del corrispettivo offerto.

In data 05 settembre 2017 è stata conferito al sottoscritto Dott. Massimiliano Meschini, Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, con studio in Viterbo, Via Maestro Danese n.1, l'incarico



Studio Meschini

Via Maestro Danese, 1

Viterbo

di redigere una relazione in merito alla congruità del corrispettivo previsto ai sensi dell'Offerta (*"Fairness Opinion"*).

Il sottoscritto Dott. Massimiliano Meschini risulta indipendente poiché non intrattiene e non ha avuto rapporti professionali, né rapporti di natura economico- patrimoniale, né rapporti di altra natura con le società coinvolte nell'Offerta.

La *Faimess Opinion* rappresenta uno strumento di sostegno per il Consigliere Indipendente nell'ambito degli adempimenti previsti dall'articolo 39 bis, comma 2, del Regolamento Emittenti, che potrà utilizzare in autonomia ma esclusivamente contestualizzato in questa specifica operazione. Le conclusioni, esposte nella *Fairness Opinion*, sono rivolte esclusivamente al Consigliere Indipendente con facoltà di condivisione con tutti i membri del Consiglio di amministrazione dell'Emittente.

La presente *Fairness Opinion* non esprime giudizi o valutazioni in merito all'interesse di Gequity Spa o HRD srl, all'Offerta ed alla convenienza e correttezza delle condizioni dell'Offerta stessa e non intende fornire agli azionisti indicazioni in merito alla scelta di adesione all'Offerta, la cui decisione dovrà basarsi esclusivamente sui contenuti del relativo documento.

La presente analisi non costituisce in alcun modo una valutazione in materia legale, contabile, fiscale e tributaria, né una "valutazione d'azienda".

La presente *Fairness Opinion* non esprime alcun giudizio sul prezzo al quale le azioni potrebbero essere cedute in un qualsiasi momento.

La *Fairness Opinion* è stata elaborata con riferimento agli elementi economico aziendali e di mercato in essere e messi a disposizione dalla società Gequity Spa alla data della presente e non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ; pertanto non si assume alcuna responsabilità per eventuali cambiamenti di scenario o delle condizioni aziendali o di mercato successivi a tale data che potrebbero condurre a conclusioni diverse, senza obbligo di aggiornare, modificare, integrare, riconfermare o revocare il presente parere.

Le premesse formano parte integrante e sostanziale della presente *Faimess Opinion*.

Sintesi dell'Offerta e Contesto di riferimento

Con comunicato diffuso in data 21.07.2017, HRD Italia S.r.l ha reso noto di aver promosso un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1 del D.Lgs. 24.02.1998 n. 58, ("TUF") nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel "Regolamento Emittenti", adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999, avente ad oggetto massime n. 52.877.235 azioni ordinarie rappresentative del 49,50% del capitale sociale, di Gequity S.p.A. ("Emittente"), società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.



Studio Meschini

Via Maestro Danese, 1

Viterbo

HRD Italia dichiara che l'Offerta non è volta al *delisting* dell'Emittente e la stessa ha ad oggetto unicamente le Azioni e non già né le Obbligazioni né i Warrants che, pertanto, restano esclusi dall'Offerta.

L'obbligo giuridico di promuovere l'Offerta è derivato dall'acquisto delle azioni, da parte di HRD Italia in data 20.07.2017, a seguito dell'esito dell'asta competitiva ex art. 163bis del Regio Decreto n. 267 del 1942 e s.m.i. ("LF"), tenutasi, il 22.05.2017, dagli organi della procedura di concordato del precedente azionista di controllo Sintesi S.p.A. in concordato preventivo, in ottemperanza a quanto disposto dal Tribunale di Milano ed avente ad oggetto la, tra l'altro, la totalità delle azioni detenute da Sintesi in Gequity.

In data 20.07.2017, HRD Italia, essendo stata l'aggiudicataria dell'asta competitiva ha concluso con Sintesi il contratto di compravendita della partecipazione, per l'acquisto di n. 53.945.463 azioni ordinarie (con warrants) Gequity, pari al 50,50% del capitale a un prezzo unitario di € 0,011 ad azione per un controvalore di € 593.400,10.

L'Offerente HRD Italia Srl è una società a responsabilità limitata di diritto italiano, avente sede legale in Milano, Corso XXII Marzo n. 19, Partita IVA n. 13123240155 e codice fiscale n. 03423830102 numero REA MI-1617467 ed è controllata ai sensi degli artt. 2359 e 93 TUF da Improvement Holding S.r.l., con sede legale in Milano, Corso XXII Marzo n. 19, Partita IVA e codice fiscale n. 01502290990 numero REA MI-1906502 titolare di una quota del capitale sociale pari al 93,05%.

L'Offerente è attivo nel settore della formazione in ambito comportamentale, coaching e di crescita personale e sviluppo della leadership personale.

L'Emittente Gequity S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano con sede legale in Milano, Corso XXII Marzo n. 19, c.a.p. 20129, cod. fisc. e partita IVA n. 00723010153, iscritta nel Registro delle Imprese di Genova al n. REA GE-485069.

Gequity è esercente l'attività di private equity, focalizzata sull'acquisizione di partecipazioni in piccole e medie imprese ma non dispone di un piano strategico aggiornato relativo ai prossimi esercizi.

L'Offerente riconoscerà un corrispettivo di € 0,011 per ogni Azione portata in adesione all'Offerta.

Il controvalore massimo complessivo dell'Offerta è pari a Euro 581.649,59.

Il Corrispettivo dell'Offerta è stato fissato conformemente a quanto disposto dall'art. 106, comma 2, del TUF : " ... Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non



Studio Meschini

Via Maestro Danese.1

Viterbo

inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile."

Nel caso in esame tale prezzo coincide con il valore unitario attribuito alle sole azioni aggiudicate ad esito dell'asta competitiva disposta dagli organi della Procedura Concordataria ex art.163 bis LF.

I termini e le condizioni dell'offerta, nonché tutte le informazioni relative all'Offerente HRD Italia Srl e all' Emittente Gequity S.p.A sono indicate specificamente nel comunicato del 21.07.2017 e nel successivo Documento di Offerta.

Documentazione e informazioni utilizzate

Lo scrivente ha utilizzato il materiale documentale fornito dalla Società Gequity S.p.A e altri dati e informazioni pubbliche. Il presente parere è strettamente legato alle informazioni e ai dati resi disponibili dalla Società Gequity S.p.A nel momento di redazione della presente.

Di seguito si riportano le principali fonti consultate:

- Comunicato stampa del 21.07.2017 dell'Offerente HRD Srl emesso ai sensi dell'art. 102 c.1 del TUF in relazione all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria;
- Bozza del Documento di Offerta Pubblica del 28 settembre 2017 e successivi aggiornamenti, ultimo del 04 Ottobre 2017 ("Documento d'Offerta");
- Bilancio individuale e consolidato di Gequity S.p.A al 31 dicembre 2015;
- Progetto di Bilancio individuale e consolidato di Gequity S.p.A. al 31 dicembre 2016 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 28 settembre 2017;
- Relazione semestrale di Gequity Spa al 30 giugno 2017 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 28 settembre 2017 ;
- Comunicato di HRD Srl diffuso da Gequity Spa in data 04 settembre 2017 circa l'impegno a versare in conto futuro aumento di capitale la somma di € 300.000 entro il termine dell'8 settembre ed ulteriori € 300.000 a semplice richiesta dell'Amministratore Delegato;
- Impegno di HRD Srl del 22 settembre 2017 al versamento di ulteriori somme fino ad un massimo € 500.000 a supporto della continuità aziendale;
- Cash Plan relativo al periodo settembre 2017-settembre2018 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Gequity S.p.A del 22 settembre 2017.



Studio Meschini

Via Maestra Danese.1
Viterbo

- Situazione provvisoria economico-patrimoniale di Gequity S.p.A al 10 settembre 2017 non approvata dal Consiglio di Amministrazione;
- Dichiarativi fiscali 2016;
- Informazioni messe a disposizione dalla Società Gequity S.p.A relative all'attività sociale;
- Relazioni estimative e valutazioni relative agli assets della società;
- Informazioni di mercato pubblicamente disponibili e andamento dei corsi borsistici;
- Altri dati e informazioni e documenti pubblicamente disponibili (fonti principali: Gequity S.p.A *website*, Consob *website*, Borsa Italiana *website*, principali siti *web* di informazione e analisi finanziaria)

Nelle relazioni e nel progetto di bilancio al 31 dicembre 2016 come approvato dal consiglio di amministrazione del 28 settembre 2017 è indicato il presupposto della continuità aziendale.

La situazione contabile provvisoria al 10 settembre 2017, non approvata dal Consiglio di Amministrazione è aggiornata con il versamento in conto futuro aumento di capitale di € 300.000,00, eseguito dal socio HRD.

In merito alla documentazione contabile ed informativa messa a disposizione, si è proceduto alla sua utilizzazione così come essa è stata predisposta e fornita, sul presupposto della sua correttezza, della sua completezza e della sua rispondenza al vero. Non è stato fornito, ottenuto o esaminato per conto della Società alcun parere specialistico di tipo legale, contabile, ambientale, fiscale, previdenziale, né alcun documento di auditing interno.

Il sottoscritto non ha svolto procedure di valutazione *audit* o *due diligence* sui dati e sulle informazioni fornite dalla società ed utilizzate nel presente lavoro.

Metodologia di valutazione, criticità e limitazioni dell'analisi.

Oggetto del parere di congruità è l'elaborazione di un giudizio di merito sulla proposta elaborata dall'Offerente.

Nel caso in esame, cioè nel caso di un'Offerta Pubblica di Acquisto è necessario comparare il valore della Società Emittente con il corrispettivo monetario offerto per ogni singolo titolo.

In ragione dei dati e delle informazioni disponibili, la comparazione tra i valori di mercato dei titoli oggetto di scambio deve essere effettuata, quando possibile, sulla base dei loro valori intrinseci o fondamentali, determinati secondo modelli di natura finanziaria.

La valutazioni di mercato, invece, ha come obiettivo principale quello di verificare e riscontrare i risultati ottenuti con gli altri modelli di valutazione.

Il metodo maggiormente utilizzato, è il DCF (discount cash flow), cioè l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi.



Studio Meschini

*Via Maestro Danese, 1
Viterbo*

La teoria per la valutazione degli investimenti prevede che il valore aziendale corrisponda ai flussi netti di capitale attesi dall'investitore attualizzati con un tasso di sconto che tenga conto dei rischi e del valore temporale del denaro. Nella pratica, questo valore è stimato sulla base dei futuri cash-flows liberi, i quali vengono scontati ad un tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale „WACC. Il valore aziendale operativo è ottenuto attualizzando e sommando i FCF futuri durante il periodo in esame ed il valore residuo al termine del periodo di proiezione. Il tasso di sconto che si applica per la capitalizzazione corrisponde al costo medio ponderato del capitale – WACC. Quest'ultimo si basa su una stima della struttura del capitale dell'azienda e distingue costi per i fondi propri e costi per i debiti dopo imposte. Il costo dei fondi propri si compone di più elementi: il tasso privo di rischio, un premio per il rischio per i fondi propri. La stima del premio di rischio per i fondi propri si basa sul modello per la valutazione degli attivi finanziari (Capital Asset Pricing Model – “CAPM”). Il tasso di attualizzazione definito dal modello è composto dal premio di rischio di mercato moltiplicato per il beta “levered”. Il beta “levered” indica il rischio sistematico d'impresa, dipende non solo dal rischio operativo ma anche dalla struttura con cui la società è finanziata. Il costo del debito è invece composto dal tasso d'interesse privo di rischio e da un premio di rischio legato specificatamente all'azienda.

Il metodo dei multipli di mercato, si basa sulla comparabilità, della società in oggetto di valutazione o delle transazioni. In alcuni casi i due procedimenti sono utilizzati congiuntamente per la stima aziendale, quello delle società comparabili è però il più ricorrente, si sostanzia nella scelta dei fattori comuni come il settore di riferimento, la dimensione aziendale, la tipologia di amministrazione e governance e le performance per poter poi costruire un campione di riferimento formato da società simili.

Una volta definito il gruppo delle comparabili si passa alla scelta dei multipli, due sono le tipologie asset side ed equity side, i primi considerano i flussi reddituali unlevered, mentre i secondi quelli levered.

A titolo esemplificativo, i moltiplicatori gli indicatori più comuni sono: P\E, P\EBIT, P\EBITDA, P\Cash Flow

La teoria e la prassi professionale contemplano altri metodi di valutazione, da utilizzate in ragione di determinate condizioni economico aziendali, tra cui, metodi patrimoniali e reddituali, metodi misti, l'analisi del corso delle azioni ed altri, a tal proposito preme evidenziare come sia la teoria che la prassi riconoscono una differenza tra il concetto di valore e di prezzo così come riportato nei *Principi Italiani di Valutazione*, che a tale proposito specifica: “1) il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività; [...] 3) il valore non è una grandezza empirica ma il risultato di una stima...”

In ragione di quanto sopra sinteticamente riportato, in merito ai principali assunti teorici posti a base delle metodologie di valutazione che andrebbero adottate, occorre rilevare, che nel caso di specie non è presente né risulta approvato un piano industriale prospettico da cui estrapolare i flussi di cassa e/o reddituali attesi in ragione della strategia sottesa al piano stesso (i dati evidenziati

Studio Meschini

Via Maestro Danese, 1

Viterbo

nel documento di offerta sono tutti dati "stand alone"), i dati storici evidenziati nei bilanci di esercizio precedente di Gequity Spa approvati o nel progetto di bilancio 2016 registrano flussi di cassa negativi.

La mancanza dei dati prospettici, nonché dei moltiplicatori di prezzo poiché partono da dati negativi in base ai dati degli ultimi due esercizi e per il medesimo motivo non è stato possibile effettuare comparazioni prescindere dalla possibilità concreta di individuazione di società analoghe che rispondesse ad un criterio di significatività per l'analisi da svolgere nella presente relazione.

In merito alla determinazione del prezzo di offerta da parte dell'Offerente, preme ricordare che lo stesso è stato determinato in seno all'esito di una procedura di tipo concorsuale e quindi non direttamente "di mercato".

Poiché la determinazione dei valori fondamentali è basata prevalentemente sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti sulla base di piani pluriennali approvati dagli organi amministrativi delle Società, la mancanza di un siffatto piano induce lo scrivente ad utilizzare come metodo l'analisi delle quotazioni di borsa (considerato che il flottante è rappresentato da circa il 50% delle azioni emesse, quindi dotato di significatività) da confrontare con un metodo patrimoniale semplice come di seguito rappresentato.

PATRIMONIO NETTO

Nella Tabella seguente è stato rappresentato il patrimonio netto per azione, calcolato in relazione al progetto di bilancio al 31 dicembre 2016 che in relazione alla situazione al 10 settembre 2017, ancorchè non approvata, poiché tiene conto del versamento dei soci in conto futuro aumento di capitale, con impatto sul Patrimonio netto e pertanto rilevante rispetto alle finalità della presente relazione.

PATRIMONIO NETTO PER AZIONE	31 12 2016	10/09/2017
Patrimonio netto (consolidato)	€ 1.441.791	€ 1.285.936
Numero Azioni in circolazione	64.839.473	106.822.698
Patrimonio Netto consolidato per azione	€ 0,02224	€ 0,01204



Studio Meschini

Via Maestro Danese, 1
Viterbo

ANDAMENTO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA

Analisi delle quotazioni di borsa dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni di Gequity S.p.A nei 12 mesi precedenti al comunicato dell'Offerta

Data	Prezzo media ponderata prezzi Ufficiali	Volumi
1-20 -lug 2017	0,074	11.140.17 8
1 - 30 giu 2017	0,076	38.023.171
1 - 31 mag 2017	0,079	53.275.071
1 - 30 apr 2017	0,077	47.087.938
1 - 31 mar 2017	0,088	105.924.640
1 - 28 feb 2017	0,096	121.147.956
1 - 31 gen 2017	0,049	80.231.686
1 - 31 dic 2016	0,027	2.826.842
1 - 30 nov 2016	0,026	1.865.196
1 - 31 ott 2016	0,031	10.782.676
1 - 30 set 2016	0,036	6.107.097
1 - 31 ago 2016	0,038	2.125.121
21-29 lug 2016	0,041	15.168.044



Studio Meschini

Via Maestro Danese, 1
Viterbo

Nella seguente tabella si rappresenta il confronto tra il Corrispettivo dell'Offerta pari ad € 0,011 e :
- l'ultimo prezzo ufficiale delle azioni ordinarie dell'Emittente registrato alla Data di Riferimento,
- la media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie di Gequity S. p.A. relativa a 1, 3, 6 mesi e a 12 mesi precedenti la Data di Riferimento.

CONFRONTO CORRISPETTIVO OFFERTO/QUOTAZIONI	EURO	DELTA%
Corrispettivo	0,011	
Prezzo ufficiale alla Data di Riferimento del 20 luglio 2017	0,0742	
Prezzo medio ponderato sui volumi – 1 mese precedente la Data di Riferimento	0,0769	(85,69%)
Prezzo medio ponderato sui volumi – 3 mesi precedenti la Data di Riferimento	0,0775	(85,80%)
Prezzo medio ponderato sui volumi – 6 mesi precedenti la Data di Riferimento	0,0847	(87,01%)
Prezzo medio ponderato sui volumi – 12 mesi precedenti la Data di Riferimento	0,0791	(86,09%)

Fonte: Bloomberg



Studio Meschini

Via Maestro Danese, 1

Viterbo

Conclusioni

La sintesi finale del giudizio di congruità tiene conto delle importanti limitazioni e criticità illustrate nel presente Documento che hanno condizionato il processo valutativo.

La determinazione del prezzo di offerta non è stata basata su “parametri di mercato” ma il prezzo è quello che si è stabilito nell’ambito di una Procedura Concorsuale

L’assenza di un “Piano industriale prospettico” non ha consentito di inserire il metodo del DCF tra quelli su cui fondare il proprio parere né tantomeno, riscontrare tali valori con il metodo dei multipli di mercato prospettici per un campione analogo di società.

Il sottoscritto quindi ha seguito un percorso di analisi di tipo patrimoniale e sul corso delle azioni, con dati omogenei con quanto riportato dall’Offerente nel documento di offerta.

Sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo illustrate nel corso dell’analisi, fatte salve le limitazioni e le criticità evidenziate, verificato che il prezzo di Offerta di € 0,011 è inferiore al valore minimo risultante dei metodi utilizzati nella presente *Fairness Opinion*, il prezzo offerto è da ritenersi NON CONGRUO, dal punto di vista finanziario, per tutti gli azionisti di Gequity S.p.A..

MI, 05 ottobre 2017.

In fede



(Dott. Massimiliano Meschini)