

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 *SEXIES* DEL CODICE CIVILE

**Agli Azionisti di
BLUE NOTE S.p.A.**

**Al Socio Unico di
CASTA DIVA GROUP S.r.l.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Milano, con provvedimento del 15 aprile 2016, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Blue Note S.p.A. (di seguito "**Blue Note**" o la "**Società Incorporante**") e Casta Diva Group S.r.l. (di seguito "**Casta Diva**" o la "**Società Incorporanda**") e, insieme a Blue Note, le "**Società**"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di Blue Note e le azioni di Casta Diva, nell'ambito della fusione per incorporazione di Casta Diva in Blue Note (di seguito la "**Fusione**"), più ampiamente descritta al successivo paragrafo 2.

A tale fine, abbiamo ricevuto da Blue Note e da Casta Diva il progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile (di seguito il "**Progetto di Fusione**"), approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 8 giugno 2016, corredato delle relazioni degli amministratori di Blue Note e di Casta Diva richieste dalla normativa (di seguito, rispettivamente, le "**Relazioni**" e gli "**Amministratori**"), che illustrano e giustificano il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il rapporto di cambio fra le azioni/quote delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile. Inoltre, abbiamo ricevuto dagli Amministratori i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2015 delle Società, approvati dalle rispettive assemblee degli azionisti e dei soci tenutesi in data 29 aprile 2016, che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi e per gli effetti di cui al comma 2 dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione, che prevede un rapporto cambio di n. 81,328 azioni Blue Note ogni nominale 1 Euro del capitale di Casta Diva (di seguito il "**Rapporto di Cambio**"), sarà sottoposto, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile, all'approvazione dell'Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Blue Note e Casta Diva, convocate per il giorno 18 luglio 2016, in prima convocazione, e per il giorno 19 luglio 2016, per la sola Blue Note, in seconda convocazione.

La Fusione si inquadra nell'ambito dell'accordo quadro (di seguito "Accordo Quadro") sottoscritto in data 30 marzo 2016, successivamente modificato in data 20 maggio 2016, tra Blue Note e Paolo Alfonso Colucci, da una parte, e Casta Diva, Reload S.r.l. (di seguito "Reload"), Andrea Giovanni Rodolfo De Micheli e Luca Rodolfo Guido Oddo dall'altra (di seguito congiuntamente, le "Parti") che disciplina tempi, termini e modalità dell'operazione di aggregazione tra Blue Note e Casta Diva (di seguito l'"Operazione"). L'Operazione ha previsto, preliminarmente rispetto alla Fusione, l'acquisto da parte di Reload della partecipazione totalitaria della società Casta Diva, in coerenza con le disposizioni incluse nell'Accordo Quadro.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Blue Note sarà anche chiamata a deliberare l'adozione di un nuovo statuto sociale con le seguenti modifiche: i) l'articolo 1 relativo alla denominazione sociale, ii) l'articolo 3 relativo all'oggetto sociale, inserendovi l'attuale oggetto sociale di Casta Diva, iii) l'articolo 5 relativo al capitale sociale e iv) l'articolo 20 relativo alla legale rappresentanza della Società Incorporante. A seguito di tali modifiche, gli Amministratori di Blue Note hanno ritenuto che sorgerà a favore degli azionisti Blue Note il diritto di recesso a norma dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile, che prevede, per gli azionisti che non avranno concorso a tale deliberazione assembleare, la possibilità di esercitare il diritto di recesso. L'art. 11 del vigente statuto di Blue Note, conferma la possibilità ai soci di recedere nei casi previsti dall'art. 2437.

L'efficacia dell'Accordo Quadro, peraltro, è, come previsto dallo stesso, risolutivamente condizionata, tra l'altro, alla mancata approvazione da parte degli azionisti di Blue Note della Fusione ai sensi dell'Articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM con modalità tali da soddisfare i requisiti di cui all'Articolo 49, comma 1. Lett. g), del Regolamento Emittenti approvato da CONSOB con delibera 11971/1999 ai fini dell'esenzione dell'Azionista di Casta Diva Group dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria (il Meccanismo *Whitewash*) nonché all'esercizio del diritto di recesso da parte di soci di Blue Note per un valore di recesso complessivamente superiore a Euro 430.000 sulla base della determinazione di tale valore ai sensi dell'articolo 2437 ter del codice civile.

Le Parti si sono comunque riservate il diritto di rinunciare alle predette condizioni in tema di recesso e in tema di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria con decisione che dovrà essere assunta, entro 5 giorni dal termine ultimo per l'esercizio del recesso ex art. 2437 bis del Codice Civile, da parte dei Consigli di Amministrazione delle due Società partecipanti alla Fusione.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di Casta Diva in Blue Note.

Blue Note

Blue Note è una società per azioni di diritto italiano, le cui azioni ordinarie sono ammesse alle negoziazioni sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia/Mercato alternativo del capitale (di seguito "AIM") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e ha quale oggetto sociale l'esercizio di attività di intrattenimento musicale, spettacoli dal vivo e/o registrati, somministrazione di alimenti e bevande, mostre ed eventi di carattere culturale ed artistico e la commercializzazione di oggetti e gadget relativi a quanto sopra.

Blue Note detiene il 100% del capitale sociale della società BN Eventi S.r.l., la quale svolge l'attività di commercializzazione di eventi esclusivi, di intrattenimento e ristorazione principalmente verso aziende o gruppi di persone, all'interno delle manifestazioni del Blue Note.

Il capitale sociale di Blue Note, alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società, è pari a Euro 1.437.382 interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 1.437.382 azioni ordinarie, ammesse alle negoziazioni sull'AIM, prive dell'indicazione del valore nominale.

Casta Diva

Casta Diva, interamente controllata da Reload, che ne esercita l'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 del Codice Civile, è a capo di un gruppo attivo nella comunicazione che opera nella produzione di spot pubblicitari, video virali, contenuti digitali, film ed eventi aziendali. L'attività del gruppo si divide principalmente in "branded video content", "live communication" e "cinema & TV". Casta Diva opera nel mondo anche attraverso società partecipate sia direttamente che indirettamente. In particolare, la stessa, sulla base del bilancio consolidato del gruppo Casta Diva al 31 dicembre 2015, detiene partecipazioni nelle società Casta Diva Pictures Srl (100%), Egg events Srl (100%), Casta Diva Pictures s.r.o. (90%), Zoom Film Productions s.r.o. (45%), Casta Diva Pictures S.A. (50%), Casta Diva Pictures Corp (100%), Diva Lite Content Corp (100%), Casta Diva Pictures Filmcilik Limited Sirketi (50%), Z Media Basın Yayın Medya Tasarım Organizasyon Ve İsaat Sanayi Ticaret Ltd Sirketi (50%), Casta Diva Pictures Ltd (90%), CDSA Film Production Services Pty Ltd (50%), Zeta Film Productions Pty Ltd (50%), che operano nei medesimi settori sopra indicati.

Il capitale sociale di Casta Diva, alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società, è pari ad Euro 111.100 interamente sottoscritto e versato, diviso in n. 111.100 quote, aventi eguale diritto di voto, e integralmente posseduto dalla società Reload.

Come indicato dagli Amministratori nel Progetto di Fusione, Blue Note ha individuato in Casta Diva il soggetto ideale con cui addivenire alla Fusione nell'ottica di valorizzazione dei propri assets e di incremento del business, con lo scopo di crescere e fornire al pubblico un'offerta sempre più vasta e completa. Casta Diva, inoltre, ha valutato l'opportunità di accedere al mercato dei capitali ed ha individuato nell'aggregazione con Blue Note la modalità con la quale realizzare tale progetto.

Gli Amministratori indicano, nelle rispettive Relazioni, fra i motivi dell'operazione, che Blue Note e Casta Diva Group sono accomunate dalla volontà di ampliare la propria offerta in favore dei clienti in portafoglio e svilupparla in paesi non ancora coperti. Il progetto di integrazione, fortemente condiviso dalle Società coinvolte, è pertanto finalizzato alla valorizzazione e integrazione del business delle stesse, con l'obiettivo di portare alla progressiva diversificazione e all'incremento dell'offerta a favore della clientela. Inoltre, gli Amministratori affermano che la Fusione permetterebbe a Blue Note di beneficiare del *know how* di Casta Diva nell'ambito della comunicazione in generale, nell'organizzazione di eventi, nella produzione di *branded content* e, dall'altro lato, consentirebbe a Casta Diva in primo luogo di integrare nella propria offerta i contenuti Blue Note, sviluppandone le relative opportunità, ed anche di accedere in via agevolata al mercato dei capitali.

Come indicato dagli Amministratori nelle Relazioni, la prospettata Fusione permetterebbe fra l'altro ad entrambe le Società di consolidare la propria posizione nei rispettivi mercati di riferimento, internalizzare i costi di alcuni servizi/prestazioni precedentemente concessi in outsourcing a terzi, sviluppare nuovi business sinergici, nonché ridurre costi amministrativi e gestionali.

Infine, con riferimento alla situazione prevista all'articolo 2446, primo comma, del Codice Civile, in cui versa Blue Note, gli Amministratori riportano che, per effetto dell'integrazione tra Blue Note e Casta Diva, i valori del patrimonio netto della società risultante dalla Fusione saranno significativamente superiori e pertanto le perdite risulteranno inferiori ad un terzo del capitale sociale della società post Fusione. In merito a tale situazione, si evidenzia che l'Assemblea della Società del 29 aprile 2016 "deliberata l'approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, riportante perdite per Euro 867.450, visto il disposto di cui all'articolo 2446 del codice civile e la relazione redatta ai sensi dell'articolo 2446 del codice civile - data la straordinarietà degli eventi legati a Expo 2015 che hanno prodotto risultati negativi sulla Società ed essendo in corso l'operazione di business combination con Casta Diva Group S.r.l. - delibera di non adottare alcun provvedimento immediato in conseguenza della situazione di cui all'articolo 2446 del codice civile e di riportare a nuovo tali perdite".

Come precedentemente indicato, in data 30 marzo 2016, le Parti hanno sottoscritto l'Accordo Quadro ai fini di disciplinare la Fusione, che definisce tempi, termini e modalità di esecuzione della Fusione, adempimenti strumentali propedeutici all'Operazione, nonché le condizioni risolutive, che qualora riscontrate, provocherebbero, salvo diverso accordo delle Parti per iscritto, l'immediata risoluzione dello stesso Accordo Quadro.

Pertanto, ai sensi dell'Accordo Quadro la Fusione presuppone le seguenti condizioni risolutive ancora potenzialmente avverabili alla data di approvazione del progetto di fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle società:

- (i) mancata approvazione da parte dell'assemblea dei soci di Blue Note dell'Operazione, ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM e con modalità e maggioranze tali da consentire il perfezionamento del Meccanismo Whitewash;
- (ii) all'esercizio del diritto di recesso da parte di soci di Blue Note che preveda complessivamente un valore di recesso superiore a Euro 430.000 sulla base della determinazione di tale valore ai sensi dell'articolo 2437 ter del codice civile;
- (iii) revoca dalla quotazione all'AIM di Blue Note;
- (iv) mancato esito soddisfacente delle due diligence legale, contabile e finanziaria e di business nonché sull'adeguatezza del controllo di gestione e dunque mancato rilascio delle comfort letter da parte dei relativi professionisti incaricati;
- (v) mancato parere positivo dell'Esperto in merito alla congruità del Rapporto di Cambio entro il 21 giugno 2016;
- (vi) mancato rilascio da parte del Nomad delle attestazioni previste dal regolamento emittenti AIM e mancata pubblicazione del Documento Informativo;

In data 20 maggio, come in precedenza indicato, le Parti hanno inoltre stipulato un accordo parzialmente modificativo dell'Accordo Quadro, che prevede una modifica dei termini temporali per talune delle condizioni risolutive. Inoltre, nelle riunioni del 8 giugno 2016 i Consigli di Amministrazione di Blue Note e di Casta Diva hanno deliberato la parziale ulteriore modifica dell'Accordo quadro con riferimento alla data dell'Assemblea di approvazione della Fusione nonché alla rinuncia alla condizione risolutiva relativa alla certificazione dei dati Pro-Forma consolidati al 31 dicembre 2015 (di seguito, le modifiche concordate in data 20 maggio 2016 congiuntamente con le deliberazioni dei Consigli di Amministrazione del 8 giugno 2016 "Emendamenti all'Accordo Quadro").

In data 8 giugno 2016 i Consigli di Amministrazione delle due Società hanno approvato, tra l'altro, il Progetto di Fusione e predisposto le rispettive Relazioni che propongono un Rapporto di Cambio di:

nominali 1 Euro del capitale di Casta Diva	<i>per ogni</i>	n. 81,328 azioni Blue Note di nuova emissione prive di valore nominale
--------------------------------------------	-----------------	------------------------------------------------------------------------

Gli Amministratori hanno altresì determinato:

- che tale rapporto non sarà modificato per effetto dell'eventuale diritto di recesso da parte degli Azionisti di Blue Note, nei limiti descritti successivamente;
- che non sono previsti conguagli in denaro.

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, la Fusione verrà deliberata sulla base del bilancio d'esercizio di Blue Note chiuso al 31 dicembre 2015 e del bilancio d'esercizio di Casta Diva chiuso al 31 dicembre 2015, approvati dalle Assemblee delle Società in data 29 aprile 2016.

Sulla base di quanto previsto dal Progetto di Fusione, al servizio del concambio, Blue Note emetterà n. 9.035.540 azioni ordinarie prive del valore nominale, cui corrisponde un aumento di capitale complessivo pari ad Euro 3.562.618.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, lo statuto della Società Incorporante sarà modificato, oltre che per riflettere le modifiche relative all'aumento di capitale al servizio della Fusione, anche per recepire le seguenti principali modifiche:

- la modifica dell'articolo 1 sulla denominazione sociale, modificata in "Casta Diva Group S.p.A.";
- la modifica dell'articolo 3 relativo all'oggetto sociale, modificato al fine di includere al suo interno le attività sociali della Casta Diva;
- la modifica dell'articolo 5 relativo al capitale sociale;
- la modifica dell'articolo 20 sulla rappresentanza della società.

Le modifiche statutarie indicate precedentemente verranno sottoposte all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Blue Note che sarà convocata per l'approvazione del Progetto di Fusione. Il testo completo dello Statuto Post-Fusione è riportato in allegato al Progetto di Fusione e depositato in conformità a quanto previsto dall'art. 2501 *ter* e seguenti del Codice Civile.

Come indicato precedentemente, la Fusione è soggetta alla Condizione Risolutiva del raggiungimento di un valore di recesso superiore a Euro 430.000 da parte degli Azionisti Blue Note. Il diritto di recesso compete ai sensi degli artt. 2437 e seguenti del Codice Civile, in quanto l'adozione dello statuto della società risultante dalla Fusione, implicherà per gli azionisti ordinari di Blue Note un cambiamento dell'oggetto sociale. I criteri di determinazione del valore delle azioni ordinarie Blue Note in sede di recesso sono quelli previsti dall'art. 2437-*ter* del Codice Civile. Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie di Blue Note ai fini del recesso è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante ai sensi dell'art. 2437-*ter* del Codice Civile, come previsto dall'articolo 11 dello statuto di Blue Note, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

Secondo quanto riportato nelle Relazioni, gli Amministratori indicano che la proposta di approvazione del Progetto di Fusione è effettuata anche in applicazione dell'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti ai fini dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di azioni ordinarie di Blue Note sulla totalità delle azioni ammesse alle negoziazioni sull'AIM in loro possesso, a norma dell'art. 49, comma 3, del Regolamento Emittenti (*c.d. whitewash*) e in dipendenza da quanto disposto dall'art. 11 dello statuto di Blue Note.

Infine, gli Amministratori indicano nelle Relazioni che, al fine di supportare i programmi di crescita e di sviluppo congiunto della società risultante dalla *Operazione*, è allo studio, sulla base delle pattuizioni definite nell'Accordo Quadro, un aumento di capitale sociale della stessa società risultante, il quale sarà proposto in opzione ai soci esistenti e al mercato in ottica di allargamento del flottante dopo il perfezionamento dell'Operazione. In particolare, il flottante residuo al termine dell'Operazione risulterebbe inferiore al 10%, ammontare di flottante minimo richiesto per il mantenimento dello status di emittente nel mercato AIM che si dovrebbe, pertanto, reintegrare.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di Blue Note e di Casta Diva idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione dello stesso, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società.

Al riguardo, gli Amministratori, a supporto della propria valutazione, hanno nominato Emintad Italy S.r.l. e Kobo Capital Ltd., quali *financial advisor* rispettivamente di Blue Note e Casta Diva Group (gli "Advisor"), in qualità di esperti indipendenti con la finalità di predisporre delle analisi ai fini di fornire ai Consigli di Amministrazione delle Società gli "Elementi di riflessione sul rapporto di cambio". Gli Advisor hanno trasmesso alla società le suddette analisi, che sono state utilizzate dagli Amministratori a supporto della propria deliberazione relativa al Rapporto di Cambio.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Blue Note e da Casta Diva i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare, abbiamo acquisito ed analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- progetto di Fusione redatto dai Consigli di Amministrazione delle Società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile e approvato dai Consigli di Amministrazione del 8 giugno 2016, che propone, il seguente Rapporto di Cambio:
 - n. 81,328 azioni Blue Note di nuova emissione per ogni nominali 1 Euro del capitale sociale di Casta Diva;

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Blue Note, datata 8 giugno 2016, redatta ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Casta Diva, datata 8 giugno 2016, redatta ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- bilancio d'esercizio e consolidato di Blue Note chiusi al 31 dicembre 2015 redatti in base ai principi contabili nazionali e relative relazioni di revisione emesse da Reconta Ernst & Young S.p.A. in data 13 aprile 2016;
- bilancio d'esercizio e consolidato di Casta Diva chiusi al 31 dicembre 2015 redatti in base ai principi contabili nazionali e relative relazioni di revisione emesse da Reconta Ernst & Young S.p.A. in data 7 giugno 2016;
- le relazioni "*Elementi di riflessione sul rapporto di concambio*" datate 7 giugno 2016 predisposte dagli Advisor a supporto del Rapporto di Cambio, determinato dagli amministratori di Blue Note e Casta Diva Group;
- provvedimento di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, emesso dal Tribunale di Milano in data 15 aprile 2016;
- statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione;
- statuto Post-Fusione;
- accordo Quadro sottoscritto dalle Parti in data 30 marzo 2016 e successivo emendamento allo stesso sottoscritto dalle Parti in data 20 maggio 2016;
- bozza di documento Informativo relativo all'Operazione redatto da Blue Note ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Emittenti AIM, ricevuto in data 17 giugno 2016;
- verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Blue Note e Casta Diva del 8 giugno 2016, inerenti la Fusione;
- piano industriale di Casta Diva per il periodo 2016 - 2020 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 8 giugno 2016 (di seguito "*Business Plan di Casta Diva*");
- piano industriale di Blue Note per il periodo 2016 - 2020 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 30 marzo 2016 (di seguito "*Business Plan di Blue Note*");
- relazioni di due diligence, predisposte dai consulenti:
 - Bozza della Due Diligence legale, relativa a Casta Diva, datata 17 giugno 2016 svolta da LCA Studio Legale;
 - Limited Tax Due Diligence e relativa comfort letter relative a Blue Note e Casta Diva, datate 7 giugno 2016, predisposte dallo Studio Rossi & Associati Business and Law Firm;
 - Due Diligence finanziaria relativa a Blue Note e Casta Diva, datata 13 giugno 2016, redatta da Epyon Audit & Consulting;

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Blue Note sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti di Blue Note ai sensi dell'art. 2437 *ter* del Codice Civile, corredata dalla Fairness Opinion emessa dall'advisor finanziario Emintad, datata 8 giugno 2016, dal parere del Collegio Sindacale, datato 8 giugno 2016, e della relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 2437 *ter* del Codice Civile emessa da Reconta Ernst & Young S.p.A. in data 8 giugno 2016;
- dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati a supporto del Rapporto di Cambio;
- comunicati stampa resi al mercato da Blue Note in relazione all'Operazione;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Blue Note registrate sul mercato AIM ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi di scambio giornalieri, ottenute attraverso banche dati specializzate;
- ogni ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

La finalità perseguita dagli Amministratori è stata quella di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, focalizzando il proprio esercizio di stima sull'omogeneità e sulla piena comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società considerate singolarmente, e pertanto il risultato di tale esercizio di stima va inteso in termini relativi con esclusivo riferimento all'Operazione. A tal fine, le due Società sono state valutate individuando i metodi di valutazione per la stima dei valori di Blue Note e Casta Diva con riguardo alle caratteristiche distintive delle Società stesse, della tipologia di operatività e dei mercati di riferimento in cui le stesse operano, applicando tali metodi separatamente ed in ipotesi di autonomia, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che l'Operazione potrà avere in futuro su Casta Diva Group S.p.A. quali, ad esempio, sinergie di costo e di business, o effetti sulla quotazione di mercato della stessa.

Le valutazioni di entrambe le Società sono riferite alle date convenzionali del 31 dicembre 2015, ossia alla data di chiusura dei rispettivi esercizi sociali. Le valutazioni tengono in considerazione anche, se e nei modi opportuni, gli eventi rilevanti di natura patrimoniale e finanziaria che sono intercorsi in data successiva a quella convenzionale, o che sono previsti in futuro ma già noti alla data attuale in quanto connessi agli adempimenti delle Parti in relazione all'Operazione.

5.1 Considerazioni metodologiche

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione è effettuata in funzione delle caratteristiche delle Società e delle attività coinvolte nell'Operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. In linea generale il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima per le Società coinvolte nella Fusione. Ciò comporta la selezione di criteri e metodi che rispondano a una medesima logica valutativa e che risultino più

appropriati per le Società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio.

Nel caso di specie, alla luce dell'operatività delle Società e della prassi valutativa relativa a operazioni similari in Italia ed all'estero, gli Amministratori, con il supporto degli Advisor, hanno identificato quale metodo principale da utilizzare per la determinazione del Rapporto di Cambio il metodo analitico denominato *Discounted Cash Flow*, considerato quello più adatto a valutare le previsioni di crescita futura delle Società. Al fine di identificare dei metodi di controllo, gli Amministratori hanno altresì fatto riferimento alle seguenti metodologie di valutazione:

- Metodi sintetici (multipli di Borsa);
- Metodi di mercato (prezzi di Borsa), con riferimento alla sola Blue Note.

La metodologia principale e quelle di controllo utilizzate sono comunemente adottate dalla prassi professionale per operazioni di questa natura e Società operanti nei settori riferimento.

In merito alle metodologie di valutazione, di cui sopra, si ritiene opportuno specificare quanto segue:

- Metodo analitico (*Discounted Cash Flow* o "DCF"). Il DCF è stato adottato per la determinazione del valore (ai fini del Rapporto di Cambio) per entrambe le Società, Incorporante e Incorporanda, in quanto gli Amministratori hanno ritenuto che questo metodo (DCF) riflettesse a pieno le prospettive societarie delineate dal piano industriale redatto dai rispettivi management; di conseguenza, il metodo DCF, ai fini dell'analisi svolta per la definizione del Rapporto di Cambio, è stato preso a riferimento come metodo principale. È opinione degli Amministratori, infatti, che tale metodologia valutativa sia più adatta di altre a cogliere le prospettive autonome di crescita proprie delle Società partecipanti all'Operazione;
- Metodo sintetico (Multipli). Il metodo dei Multipli è stato utilizzato anch'esso per entrambe le Società. Si ritiene ragionevole utilizzare il metodo dei Multipli, come uno dei metodi di valutazione (ai fini del Rapporto di Cambio) in quanto rappresentativo di una valorizzazione di mercato e al contempo di supporto per la valorizzazione mediante il metodo DCF. Il metodo dei multipli, ai fini dell'analisi svolta per la definizione del Rapporto di Cambio, è stato preso a riferimento come metodo di controllo;
- Metodo di mercato (prezzi di Borsa). Questo metodo, utilizzato unicamente per Blue Note S.p.A. in quanto società quotata sul mercato AIM ITALIA ("AIM"), è stato adottato con la finalità di verificare la valorizzazione emersa dall'applicazione del metodo principale con un parametro di mercato.

Di seguito, per una maggiore informativa dei destinatari della presente relazione, si fornisce una descrizione teorica delle metodologie adottate dagli Amministratori per la stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione

5.2.1 Metodologia DCF

Il *Discounted Cash Flows* (DCF) è un metodo di natura finanziaria, che individua nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della sua valutazione. La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto del principio della teoria del valore tramite l'apprezzamento della capacità di generazione di flussi di cassa, del profilo di rischio degli stessi, nonché della loro distribuzione nel tempo.

Il valore del capitale economico di un'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- il valore operativo o *Enterprise Value*, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*wacc*);
- il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
- la posizione finanziaria netta e minorities dell'azienda determinate con riferimento alla data di valutazione.

Per quanto concerne la determinazione del valore operativo, la stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo (*terminal value*) di proiezione esplicita.

Al fine di stimare il valore del capitale economico, si dovrebbero sommare al valore operativo la posizione finanziaria netta, le minorities, e il valore di mercato di eventuali *surplus asset*.

Il tasso di attualizzazione

I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono di natura operativa, ossia destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i fornitori di capitale: di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale, ovvero nel *wacc*.

Ai fini della determinazione del *wacc* vengono considerati il costo del capitale di debito, pari al costo dei debiti onerosi applicabile alle società e il costo del capitale di rischio, comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- riferirsi alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- riferirsi alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
 - valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;
 - valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Ai fini della stima del valore del capitale economico è inoltre necessario stimare le seguenti componenti:

Posizione Finanziaria Netta (PFN) e minorities

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della somma algebrica dei debiti finanziari accesi dall'azienda, dei crediti finanziari e della sua liquidità, alla data di riferimento della valutazione. La valutazione deve altresì tenere in considerazione il valore alla data di riferimento delle eventuali minorities, se esistenti.

Valore delle Attività Accessorie (ACC)

Il valore operativo della società, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici, non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali o *surplus assets*, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'impresa. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali, ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.

5.2.2 *Metodo dei multipli di Borsa*

Secondo il metodo dei multipli di Borsa, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e i necessari aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del campione di riferimento. Nella selezione delle società comparabili i principali criteri di selezione sono i seguenti: settore di appartenenza, dimensione della società, area geografica di riferimento, attendibilità dei dati finanziari e profilo di rischio dell'attività. Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere significativamente influenzati da particolari situazioni contingenti. La selezione del campione richiede, quindi, l'esclusione di eventuali outliers caratterizzati da dati anomali.
2. Determinazione di un intervallo temporale di riferimento. Tale fase è finalizzata alla neutralizzazione di eventi di carattere straordinario quali fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative e all'adeguata espressione nei corsi di Borsa delle informazioni trasmesse dai mercati. I risultati dell'applicazione della suddetta metodologia sono connessi alla scelta tra il ricorso a valori medi all'interno di un determinato intervallo temporale o a valori puntuali.
3. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.
4. Applicazione dei multipli selezionati ai pertinenti valori reddituali e patrimoniali delle Società oggetto di valutazione.

5.2.3 Metodo delle quotazioni di borsa

L'analisi delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico della società. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata, e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali.

Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da:

- un livello significativo di flottante;
- un livello significativo di volumi scambiati;
- una ridotta volatilità.

Al verificarsi di queste circostanze, il corso di borsa incorporerebbe idealmente il giudizio degli investitori relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, risulterebbero indicatori affidabili ai fini della stima del valore della società oggetto di valutazione.

5.3 Applicazione dei metodi di valutazione

Al fine della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno adottato i metodi precedentemente esposti.

5.3.1 Metodologia DCF

Per la determinazione del valore operativo, gli Amministratori hanno fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dai piani economico-finanziari stand alone delle due Società approvati dai rispettivi organi amministrativi. In particolare, tali piani sono stati elaborati nell'ipotesi che le due Società continuassero ad operare autonomamente, e pertanto gli stessi non riflettono le eventuali sinergie che potrebbero scaturire dall'Operazione. Inoltre, per la determinazione del valore derivante dagli anni successivi a quelli inclusi nel piano, il valore di *Terminal Value* (i.e. valore dell'azienda al termine del periodo di stima esplicita) è stato calcolato, sulla base dell'ultimo anno di flusso di cassa del piano, attraverso un processo di normalizzazione, come da prassi metodologica.

Con particolare riferimento a Blue Note, le principali assunzioni del metodo DCF sono state le seguenti:

- Anni di piano: 5 (dal 2016 al 2020);
- WACC: 12,55% determinato attraverso l'applicazione dei seguenti parametri:
 - *Risk Free Rate*: 1,70% (equivalente al tasso medio d'interesse sui BTP a 10 anni per il 2015);
 - *Market Premium*: 8,84% (desunto dalla banca dati del prof. Damodaran specifico per l'Italia);
 - *Beta unlevered*: 0,77 (determinato sulla base di società comparabili quotate appartenenti ai settori *Entertainment* e *Food & Beverage*);
 - *Specific Risk Premium*: 4,00% (rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative, e in considerazione del rischio di *execution* del *business plan*);
 - D/E: 0 (*target capital structure*, con PFN attiva dal 2017);
- *Growth Rate of Terminal Value* ("g"): 1,00% ;
- Posizione finanziaria: valore al 31 dicembre 2015.

Con riferimento alla società Casta Diva, le principali assunzioni del metodo DCF, che pur determinate tenendo conto delle caratteristiche precipue di tale società, risultano in sostanziale allineamento con gli input valutativi applicati a Blue Note, sono state le seguenti:

- Anni di piano: 5 (dal 2016 al 2020);
- WACC: 11,86% determinato mediante i seguenti fattori:
 - *Risk Free Rate*: 1,70% (equivalente al tasso medio d'interesse sui BTP a 10 anni per il 2015);
 - *Market Premium*: 8,84% (desunto dalla banca dati del prof. Damodaran e specifico per l'Italia);
 - *Beta unlevered*: 0,81 (determinato sulla base di analisi di *comparables*);
 - *Specific Risk Premium*: 3,0% (rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative e in considerazione del rischio di *execution* del *business plan*);
 - D/E: 0 (*target capital structure*, con PFN attiva sin dal 2015);

- *Growth Rate of Terminal Value* (“g”): 1,0%;
- Posizione finanziaria e *minorities*: valore al 31 dicembre 2015.

Si evidenzia che il parametro Alfa (*Specific Risk Premium*) utilizzato nella valutazione di Casta Diva è pari al 3,0% e quindi inferiore rispetto allo stesso parametro utilizzato per Blue Note che è pari al 4,0%; tale differenza si giustifica in relazione a un’ipotesi di minore rischiosità specifica di Casta Diva rispetto a Blue Note, per fattori dimensionali e di consolidamento del business in essere.

Gli Amministratori hanno eseguito, con riferimento ad entrambe le valutazioni e con l’ausilio dei propri *Advisor* finanziari, delle analisi di *sensitivity* sui parametri *long term growth rate* e WACC, ipotizzando che gli stessi variassero rispetto alle ipotesi originali.

5.3.2 Metodo dei multipli di Borsa

Ai fini di supportare la valutazione effettuata tramite la metodologia valutativa del *DCF* (metodo principale), gli Amministratori, con il supporto del proprio advisor finanziario, hanno proceduto a stimare il valore di entrambe le Società anche attraverso la metodologia dei Multipli di Borsa (metodo di controllo).

Il metodo dei Multipli di Borsa esprime il valore delle società sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi delle Società in oggetto. Il prezzo di Borsa infatti sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle Società ed al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

Si precisa che nell’ambito della metodologia dei Multipli di Borsa, è stato preso a riferimento il Multiplo *Enterprise Value/Ebitda* (“EV/EBITDA”), in quanto ritenuto maggiormente idoneo ad una valutazione omogenea delle due Società.

Con riferimento all’applicazione di tale metodo alla valutazione di Blue Note, in considerazione della duplice natura del business nelle sue componenti *Entertainment* e *Food & Beverage*, si evidenzia l’utilizzo di due differenti *panel* di *comparables*. Inoltre, nell’ambito della valutazione mediante Multipli di Borsa, sono stati presi in considerazione multipli *leading* per gli anni 2016 – 2017 in quanto Blue Note nel 2015 presenta EBITDA negativo.

Per quanto concerne la valutazione di Casta Diva, il metodo dei Multipli è stato sviluppato prendendo in considerazione due diversi *benchmark*:

- Multipli di Borsa *leading* 2016 e 2017, mediante l’utilizzo di *comparables* quotati – analogamente a quanto implementato per Blue Note;
- Multipli di Borsa correnti per i settori in cui opera Casta Diva, estratti da *database* che monitorano i *benchmark* di mercato, applicabili all’EBITDA 2015 della società (applicabili a Casta Diva, che mostra una marginalità operativa positiva, a differenza di Blue Note, nel 2015).

Si ritiene opportuno specificare che sia per Blue Note che per Casta Diva il valore determinato attraverso la metodologia dei Multipli è inferiore a quanto risultante dal *DCF* in quanto (i) ciascuna società presenta un gap legato alle minori dimensioni rispetto ai *comparables*, (ii) il *DCF* riflette una dinamica di crescita dei risultati economici (legati al *business plan* redatto dal *Management*) superiore a

quanto catturato attraverso la metodologia dei Multipli. Tale metodo di controllo, pertanto, è stato utilizzato per confermare esclusivamente in termini relativi le valutazioni delle due Società, al fine di confermare il Rapporto di Cambio emergente dall'applicazione del metodo valutativo principale, come specificato al successivo paragrafo.

5.3.3 Metodo delle quotazioni di borsa

Come anticipato, il metodo dei prezzi di Borsa è stato utilizzato unicamente per Blue Note le cui azioni sono quotate sul mercato AIM Italia, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana. Coerentemente con la prassi, ai fini dell'analisi, gli Amministratori hanno osservato l'andamento delle quotazioni di Borsa con riferimento a una media semplice dei prezzi ufficiali relativi al periodo compreso dall'1 ottobre 2015 al 30 marzo 2016 (dati ricavati dalla banca dati Bloomberg).

Le considerazioni sulla valutazione conseguente alla media semplice dei prezzi ufficiali relativi al periodo sopra indicato deve anche tener conto dei seguenti elementi di riflessione:

- il mercato AIM, nel quale è quotata l'emittente, è un mercato che rispetto al listino principale (MTA) evidenzia talvolta un deficit in termini di liquidità, con ammontare esigui di scambi azionari;
- a riprova di quanto sopra evidenziato, il titolo Blue Note nel corso del I trimestre 2016 ha scambiato una media giornaliera di circa € 7.000, a fronte di un flottante superiore al 30%;
- per il titolo Blue Note non è disponibile alcuna ricerca specifica da parte di analisti finanziari.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione nella valutazione delle Società coinvolte nella prospettata Fusione sono sinteticamente le seguenti:

- limitata comparabilità delle Società oggetto di analisi e difficoltà di applicazione di metodologie omogenee;
- le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari previsionali derivanti dai piani industriali delle Società. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza; inoltre, essi ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo e regolamentare e non tengono in considerazione eventi di natura straordinaria attualmente non prevedibili, quali il modificarsi delle condizioni economico-finanziarie, politiche o di mercato. Pertanto eventuali evoluzioni delle sopraccitate condizioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati attesi;
- i Metodi *DCF* e dei Multipli di Borsa, per entrambe le Società, sono caratterizzati da risultati assoluti non sovrapponibili, in quanto influenzati diversamente, per ciascuna metodologia, da diverse prospettive circa i *value driver* sottesi ai due metodi. Giova a tal proposito ricordare che le metodologie valutative ed i risultati delle stesse sono stati individuati al solo scopo di definire un intervallo di valori relativi – omogenei e confrontabili – ritenuti ragionevoli ai fini della Fusione; in nessun caso tali valori assoluti sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore delle Società, al di fuori del contesto della determinazione del Rapporto di Cambio;

- le valutazioni svolte attraverso il metodo *DCF* sono basate su previsioni di flussi di cassa futuri fortemente positivi, che presuppongono per entrambe le Società elevati tassi di crescita rispetto alla situazione al 31 dicembre 2015. Inoltre, il valore economico delle Società calcolato con tale metodologia, risulta fortemente condizionato dalla componente legata al *Terminal Value*, in contrasto con le prassi valutative che delineano un equilibrio tra flussi di piano e *Terminal Value*;
- le valutazioni basate sul metodo dei Multipli di Borsa sono state applicate omogeneamente, pur tenendo conto delle peculiarità delle due Società oggetto di valutazione, ovvero: a) considerando le due componenti del business di Blue Note (*Entertainment* e *Food & Beverage*), e b) escludendo l'applicazione di Multipli correnti all'EBITDA 2015 di Blue Note, in quanto negativo;
- le valutazioni basate sul metodo delle Quotazioni di Borsa, nel caso specifico di Blue Note, sono influenzate in maniera sostanziale dalla volatilità dei mercati finanziari, dal livello di liquidità dei titoli oggetto di analisi (limitato nel caso Blue Note), dalla tipologia di mercato (AIM Italia) e dall'assenza di copertura da parte delle ricerche degli analisti delle banche d'affari;
- in merito a Casta Diva, si sottolinea al contempo che l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 è stato il primo anno in cui la società ha redatto un bilancio in forma consolidata; di conseguenza, per quanto sia stato predisposto un consolidato 2014 pro forma, la base di dati storici disponibile è da ritenere limitata. Anche per quest'ultimo motivo, il piano industriale redatto dal management della Società Incorporanda, è stato costruito sulla base di driver specifici per singola area geografica.

Le predette oggettive difficoltà di valutazione sono state oggetto di attenta considerazione nello svolgimento delle analisi e ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1 Risultati emersi dalla valutazione di Blue Note e Casta Diva

Sulla base delle valutazioni fatte e delle analisi di *sensitivity* sopra descritte, gli Amministratori delle Società hanno identificato i seguenti *range* di valori derivanti dall'applicazione del metodo principale (*DCF*) e di controllo (Multipli di Borsa):

<i>DCF</i>	Valore (€)		Prezzo per azione (€)	
	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Casta Diva	26.460.434,5	28.709.566,1	238,2	258,4
Blue Note	4.252.583,8	4.612.498,2	3,0	3,2

Tabella 1: valori minimi e massimi attraverso l'applicazione del Metodo *DCF*

Multipli di Borsa	Valore (€)		Prezzo per azione (€)	
	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Casta Diva	20.344.876,7	22.810.490,2	183,1	205,3
Blue Note	3.318.902,7	3.433.727,0	2,3	2,4

Tabella 2: valori minimi e massimi attraverso l'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa

Infine, la valutazione di Blue Note sulla base della media semplice di negoziazione di mercato nel periodo 01 ottobre 2015 – 30 marzo 2016 corrisponde a un valore di Euro 4.154.161, pari a Euro 2,92 per azione, sostanzialmente in linea con il valore minimo dell'intervallo di valutazione identificato dal metodo principale.

I valori per azione sopra esposti sono stati determinati dagli Amministratori tenendo conto dell'esistenza di azioni proprie detenute da Blue Note e della necessità della loro eliminazione ai fini della determinazione del valore unitario delle azioni.

7.2 Determinazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori

Sulla base degli intervalli dei valori economici di Blue Note e Casta Diva, determinati con le modalità esposte nei precedenti paragrafi, gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio e alla conseguente determinazione del numero di azioni Blue Note da emettere ed assegnare a Reload a servizio dell'Operazione.

In particolare, gli Amministratori, a seguito delle negoziazioni fra i rappresentanti delle due Società coinvolte nell'Operazione, hanno individuato, coerentemente con le risultanze dell'applicazione del metodo principale e del metodo di controllo, ed in particolare tenendo conto degli intervalli di Rapporto di Cambio evidenziati da tali metodologie:

- un Rapporto di Cambio da sottoporre alla rispettive Assemblee degli Azionisti, pari a 81,328, intendendo che per effetto della *Operazione*, per ogni nominali Euro 1 (uno) del capitale sociale di Casta Diva, i soci della stessa riceveranno n. 81,328 azioni ordinarie Blue Note, prive del valore nominale, senza conguagli in denaro.

Si precisa che tale Rapporto di Cambio conferma il valore precedentemente comunicato al mercato pur non risultando calcolato come rapporto tra i valori economici preliminarmente comunicati; tuttavia, tale Rapporto di Cambio risulta contenuto negli intervalli di Rapporto di Cambio evidenziati dall'applicazione delle suddette metodologie valutative.

Per completezza, si evidenzia che il metodo principale ha determinato dei valori economici riferiti alle due Società che hanno portato all'individuazione di un Rapporto di Cambio compreso in un intervallo tra 73,45 e 86,43, mentre il metodo di controllo basato sui multipli di Borsa ha individuato dei valori economici riferiti alle due Società che hanno portato all'individuazione di un Rapporto di Cambio compreso in un intervallo tra 75,86 e 87,99.

Gli Amministratori hanno inoltre preso in considerazione il tema di un eventuale effetto sul Rapporto di Cambio del possibile esercizio del recesso riconosciuto agli azionisti di Blue Note, esercitabile al valore definito dagli Amministratori stessi ex articolo 2437 ter del codice civile che risulta inferiore al valore economico per azione di Blue Note sottostante la determinazione del Rapporto di Cambio. Gli Amministratori hanno evidenziato che tale verifica è stata in realtà effettuata, avuto riguardo alla circostanza che gli effetti del diritto di recesso si determinano solo a seguito della fusione, e sono cioè posti a carico dell'entità combinata, non realizzandosi quindi una modifica patrimoniale di Blue Note prima della fusione. Gli Amministratori hanno dichiarato che in tale prospettiva hanno valutato anche l'ipotesi che il valore complessivo di recesso di Euro 430.000 (dedotto quale condizione risolutiva dell'Operazione, salvo diverso accordo, come dagli stessi indicato, nel rispetto dei criteri determinativi del Rapporto di Cambio fissato) restasse integralmente a carico della società risultante dalla fusione (e quindi che nessuna azione dei soci di Blue Note recedenti venisse acquistata nelle modalità previste

dall'articolo 2437 quater del codice civile di offerta in opzione e di collocamento presso terzi; circostanza a seguito della quale nessun effetto patrimoniale si produrrebbe sulla società risultante dalla fusione). Gli Amministratori hanno evidenziato che in tale ipotesi di mancato acquisto - ritenuta dagli stessi improbabile - gli effetti della liquidazione degli azionisti di Blue Note recedenti si determinerebbero a carico dell'entità combinata e – nella prospettiva sopra descritta – gli Amministratori riportano che potrebbe essere teoricamente affermato che da ciò derivi diminuzione teorica del Rapporto di Cambio. Gli Amministratori hanno constatato che l'ipotetica alterazione si situerebbe comunque nell'intervallo di valori individuato sia con il metodo principale, sia con il metodo di controllo, come sopra riportati, utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio. Alla luce delle complessive considerazioni che precedono, pertanto, gli Amministratori hanno ritenuto di stabilire che il Rapporto di Cambio, come negozialmente stabilito nell'Accordo Quadro, non sarà modificato per effetto dell'eventuale diritto di recesso da parte dei soci di Blue Note.

8. LAVORO SVOLTO

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata, abbiamo:

- effettuato colloqui con le Direzioni delle Società, al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione dei rispettivi bilanci chiusi al 31 dicembre 2015 ed i fatti salienti concernenti la redazione degli stessi. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1;
- ottenuto informazioni da parte della società di revisione Reconta Ernst & Young S.p.A. circa l'attività di revisione contabile da queste svolta sui bilanci di esercizio e consolidati al 31 dicembre 2015 rispettivamente di Blue Note e Casta Diva;
- svolto una lettura critica:
 - i) del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
 - ii) delle Relazioni e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- discusso con la Direzione di Blue Note, ferme restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, i criteri utilizzati per la redazione del *Business Plan*, riportante le proiezioni economico - finanziarie per il periodo 2016-2020 della società;
- discusso con la Direzione di Casta Diva, ferme restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, i criteri utilizzati per la redazione del *Business Plan*, riportante le proiezioni economico - finanziarie per il periodo 2016-2020 della società;
- discusso con la Direzione delle Società il procedimento utilizzato per la determinazione degli intervalli del Rapporto di Cambio determinati dagli Amministratori mediante l'applicazione dei metodi principale (DCF) e di controllo (multipli di borsa), come precedentemente descritto ai paragrafi 5.3.1 e 5.3.2;

- ai soli fini del presente parere, discusso con la Direzione di Blue Note i procedimenti utilizzati con riferimento al metodo di mercato (prezzi di Borsa) adottato dagli Amministratori della stessa per la sola finalità di verificare la valorizzazione emersa dall'applicazione del metodo principale con un parametro di mercato, come precedentemente descritto al paragrafo 5.3.3;
- preso visione del provvedimento del Tribunale di Milano di nomina di Deloitte & Touche S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, datato 15 aprile 2016;
- preso visione dell'Accordo Quadro e degli Emendamenti all'Accordo Quadro;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di Blue Note e di Casta Diva del 8 giugno 2016;
- esaminato la relazione del Consiglio di Amministrazione di Blue Note sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti predisposta ai sensi degli artt. 2437 e 2437 *ter* del Codice Civile, nonché il parere del collegio sindacale e della società di revisione;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di Blue Note e di Casta Diva, nonché lo Statuto Post-Fusione;
- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di Casta Diva e di Blue Note, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli di valore alla base della determinazione del Rapporto di Cambio fatta dagli Amministratori;
- analizzato gli "*Elementi di riflessione a supporto del concambio*" predisposti dagli *Advisor* con riferimento a Blue Note e Casta Diva, anche tramite colloqui con gli stessi;
- esaminato ricerche ed analisi relative a società operanti nei settori rilevanti per le Società;
- esaminato i comunicati stampa resi al mercato da Blue Note nell'ambito della Fusione;
- letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 4;

- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2015, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi, si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri analoghi tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte per finalità diverse.

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Fusione e descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Fusione potrà avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della società dopo la Fusione. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni;
- i metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di realtà operanti nei rispettivi settori di riferimento. Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;

- la Società Incorporante è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a tre metodi, uno principale (DCF) e due di controllo (metodo dei Multipli di Borsa e metodo delle Quotazioni di Borsa). L'ultimo di tali metodi è stato utilizzato unicamente al fine di consolidare i risultati ottenuti. La Società Incorporanda è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a due metodi valutativi, uno principale (DCF) e uno di controllo (metodo dei Multipli di Borsa);
- il metodo *DCF*, utilizzato quale metodologia principale sia per la valutazione di Casta Diva sia per la valutazione di Blue Note, risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, che consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche della stessa;
- come anticipato, con riferimento sia a Casta Diva sia a Blue Note, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno ricorrere al metodo dei Multipli di Borsa come criterio valutativo di controllo, tenendo in considerazione le peculiarità delle due Società. Si evidenzia al riguardo che la miglior dottrina aziendalistica e la prassi prevalente in materia valutativa indicano generalmente come opportuno il ricorso a metodi di controllo, in quanto consentono di sottoporre a verifica le risultanze cui si sia pervenuti mediante l'applicazione dei metodi di valutazione individuati come principali;
- la metodologia dei Multipli di Borsa consente di operare implicitamente una sintesi dei differenti profili di rischio operativo delle società comparabili, oltre che delle loro prospettive di crescita, permettendo di incorporare nell'algoritmo valutativo, oltre ai risultati economici (in termini di EBITDA margin) delle Società oggetto di valutazione, il tasso di attualizzazione ed il saggio di crescita stimati dal mercato per le Società comparabili. Nella fattispecie, la scelta dell'adozione di tale criterio appare adeguata in relazione alle indicazioni della dottrina e della prassi professionale più accreditata e alla luce della disponibilità di dati sulle società comparabili e sul settore di riferimento. Si sottolinea tuttavia, come la distanza fra i range di valori assoluti ottenuti dagli Amministratori attraverso l'applicazione del metodo principale e di controllo, per entrambe le Società, venga ricondotta entro ambiti metodologicamente accettabili in sede di stima dei range del Rapporto di Cambio;
- gli intervalli del Rapporto di Cambio sopra indicati sono stati determinati dagli Amministratori tenendo conto dell'esistenza di azioni proprie detenute da Blue Note, operando l'annullamento delle stesse ai fini della determinazione del valore unitario delle azioni, in linea con la più diffusa prassi valutativa;
- le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione delle metodologie utilizzate confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi utilizzati dagli Amministratori;
- i Consigli di Amministrazione, pur avendo tenuto in considerazione il metodo delle Quotazioni di Borsa con la sola finalità di verificare la valorizzazione emersa dall'applicazione del metodo principale con un parametro di mercato, hanno ritenuto di non utilizzare i prezzi espressi dagli scambi delle azioni Blue Note al listino AIM, ai fini della valutazione delle azioni di Blue Note in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, in quanto dette quotazioni si riferiscono a un numero di scambi limitato conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato. In considerazione di quanto sopra, ferme restando le difficoltà intrinseche in ogni valutazione circa la significatività dei prezzi di mercato, la decisione degli Amministratori di escludere l'applicazione di tale metodologia

nell'ambito del proprio procedimento valutativo appare, nelle specifiche circostanze ed anche alla luce delle analisi da noi autonomamente svolte, ragionevole;

- i Consigli di Amministrazione, considerata l'eventualità che l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di Blue Note resti a carico della società risultante dalla Fusione, hanno opportunamente preso in considerazione l'impatto sul Rapporto di Cambio in corrispondenza di un recesso di Euro 430.000 (condizione risolutiva dell'Operazione, salvo diverso accordo), illustrando qualitativamente la potenziale diminuzione del Rapporto di Cambio teorico e illustrando che lo stesso si situerebbe comunque all'interno dei *range* valutativi individuati sia con il metodo principale, sia con il metodo di controllo, pur stabilendo che il Rapporto di Cambio, come negozialmente stabilito, non sarà modificato per effetto dell'eventuale diritto di recesso da parte dei soci di Blue Note. Alla luce delle motivazioni espresse e fermo quanto segnalato nel successivo paragrafo 10 in ordine alla definizione negoziale del Rapporto di Cambio, le motivazioni espresse dagli Amministratori appaiono nella specifica circostanza non irragionevoli.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:
- *Dati prospettici utilizzati* - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalle Società, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili di settore, a fenomeni esogeni alle aziende, nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. Tali elementi di aleatorietà assumono particolare rilevanza nell'attuale contesto economico-finanziario;
 - *Variazioni delle condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento* - I risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati riflettono le condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento e sono quindi soggetti alla variabilità delle stesse, particolarmente acuita dall'attuale contesto economico-finanziario;
 - *Sviluppo delle valutazioni delle Società con il metodo finanziario* – Il valore del capitale economico ottenuto attraverso il metodo principale risulta, per entrambe le Società, fortemente influenzato dalla componente del *Terminal Value*, per effetto della significativa crescita attesa dei rispettivi *business* rappresentata nei *business plan* rispetto al giro d'affari attuale. Tale aspetto rappresenta un fattore di incertezza nell'impianto valutativo;
 - *Applicazione del criterio dei multipli di Borsa* – Al fine della determinazione del valore capitale economico di Blue Note tramite il metodo dei Multipli di Borsa, gli Amministratori non hanno applicato, diversamente che per la valutazione di Casta Diva, i multipli EV/EBITDA correnti, in considerazione dell'EBITDA negativo di Blue Note nell'esercizio 2015. Inoltre, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno adottare, per Blue Note, due campioni di riferimento di aziende quotate comparabili operanti nel settore *Entertainment* e *Food & Beverage* ai fini della determinazione dei multipli EV/EBITDA per l'anno 2016 e 2017. Tali differenze

nell'applicazione concreta della medesima metodologia alle due Società, seppur dettate dall'esigenza di adattare il metodo valutativo alle specificità, rappresentano un elemento di criticità del processo valutativo;

- *Significatività dei Corsi di Borsa di Blue Note* - La stima del valore economico di Blue Note è stata condotta da parte degli Amministratori prendendo a riferimento il criterio finanziario sottoposto al controllo attraverso il criterio dei Multipli di Borsa. La scarsa liquidità del titolo Blue Note è stata considerata da parte degli Amministratori quale elemento ostativo all'utilizzo del criterio delle Quotazioni di Borsa come metodo di controllo nell'impianto valutativo.

(ii) Si richiama l'attenzione sui seguenti aspetti:

- la Fusione è sottoposta alla preventiva approvazione dell'Assemblea dei soci e alla conseguente modifica dell'oggetto sociale con conseguente esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti di Blue Note che non hanno concorso alla deliberazione, ai sensi dell'art. 2437 comma 1, lettera a);
- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Peraltro si precisa come, alla data odierna, parte della documentazione è stata resa in versione avanzata anche se non definitiva;
- esula dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riguardo alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa;
- come previsto dall'Accordo Quadro integrato dai successivi Emendamenti all'Accordo Quadro, la Fusione è condizionata al mancato avveramento di alcune condizioni risolutive che potrebbero avverarsi impedendo il completamento dell'Operazione;
- dalle Relazioni degli Amministratori emerge che il valore per azione di Blue Note individuato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, diverge dal valore per azione della medesima Blue Note determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante a fini dell'esercizio del diritto di recesso, così come descritto nelle Relazioni medesime. Il valore di liquidazione delle azioni ai fini dell'esercizio del diritto di recesso è oggetto, ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile, dei pareri del Collegio Sindacale di Blue Note e dalla società di revisione di Blue Note, ed esula pertanto dall'oggetto della presente relazione.

(iii) Si sottolineano in particolare le seguenti criticità valutative, di rilievo per le finalità dell'incarico conferitoci:

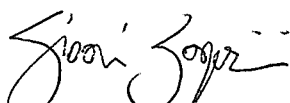
- nelle Relazioni, gli Amministratori senza illustrare le valutazioni sottostanti l'individuazione del Rapporto di Cambio puntuale, hanno indicato che il Rapporto di Cambio è stato identificato anche a seguito di negoziazioni fra i rappresentanti delle due Società, all'interno degli intervalli valutativi del metodo principale e di controllo;

- con particolare riferimento all'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di Blue Note per un valore complessivo di Euro 430.000 (dedotto quale condizione risolutiva dell'Operazione, salvo diverso accordo, nel rispetto dei criteri determinativi del Rapporto di Cambio fissato) a carico della società risultante dalla Fusione, si richiama l'attenzione sulle motivazioni che gli Amministratori hanno esplicitato nelle Relazioni con riferimento alla decisione dei rispettivi Consigli di Amministrazione di mantenere invariato il Rapporto di Cambio a prescindere dall'effettivo esercizio di tale prerogativa da parte dei soci, e indipendentemente dalla teorica diminuzione del Rapporto di Cambio. La variazione teorica del Rapporto di Cambio, peraltro non oggetto di illustrazione quantitativa nella relazione, è stata comunque ritenuta situarsi dagli Amministratori nell'intervallo di valori individuato sia con il metodo principale, sia con il metodo di controllo. L'espressione del presente parere è valida unicamente in considerazione della previsione di un valore massimo di recesso pari a Euro 430.000 e in assenza di ulteriori ipotesi circa diversi futuri accordi che gli Amministratori potranno definire in virtù di quanto previsto dall'Accordo Quadro.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Blue Note e di Casta Diva siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a n. 81,328 azioni ordinarie di Blue Note per ogni nominali 1 Euro del capitale di Casta Diva.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.


Giovanni Gasperini
Socio

Milano, 17 giugno 2016