

**BLUE NOTE S.P.A.**

Sede in MILANO - VIA MOSCOVA, 18

Capitale Sociale versato Euro 1.437.382,00

Iscritta alla C.C.I.A.A. di MILANO

Codice Fiscale e N. iscrizione Registro Imprese 13085870155

Partita IVA: 03076890965 - N. Rea: 1614352

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA**

**DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

**REDATA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437 *ter* C.C.**



## PREMESSA

Signori Azionisti,

la presente relazione è stata redatta dal Consiglio di Amministrazione di Blue Note S.p.A. (di seguito anche "**Blue Note**" o l'"**Incorporante**") ai sensi dell'art. 2437 *ter*, comma 5 del Codice Civile, in vista dell'assemblea straordinaria (l'"**Assemblea**") convocata per il 18 luglio 2016, in prima convocazione e per il 19 luglio 2016, in seconda convocazione, per deliberare in merito al progetto di fusione (il "**Progetto di Fusione**"), redatto ai sensi dell'articolo 2501 *ter* del Codice Civile dagli organi amministrativi di Blue Note, società ammessa sull'AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, sistema multilaterale di negoziazione gestito e organizzato da Borsa Italiana S.p.A. ("**AIM**") e di Casta Diva Group S.r.l. (di seguito anche "**Casta Diva Group**" o "**CDG**" o l'"**Incorporanda**") per l'incorporazione di CDG in Blue Note (la "**Fusione**") e approvato dal Consiglio di Amministrazione di Blue Note in data 8 giugno 2016 e dal Consiglio di Amministrazione di Casta Diva Group in pari data.

In data 30 marzo 2016, Blue Note, Paolo Colucci (socio di maggioranza di Blue Note), CDG, Reload S.r.l. (socio unico di CDG) e Andrea De Micheli e Luca Oddo (soci di Reload S.r.l. – "**Reload**") hanno sottoscritto un accordo quadro, modificato in data 20 maggio 2016 (l'"**Accordo Quadro**") al fine di disciplinare il progetto di integrazione tra Blue Note e CDG (la "**Fusione**") che prevede la Fusione per incorporazione di Casta Diva Group in Blue Note (l'"**Operazione Rilevante**").

Nell'ottica della valorizzazione dei propri *asset* e di incremento del *business*, con lo scopo di crescere e fornire al pubblico un'offerta sempre più vasta e completa, Blue Note ha individuato in Casta Diva Group il soggetto ideale, sia per caratteristiche sia per l'attitudine al *business* e alle attività perseguite da Blue Note, con cui addivenire alla Fusione.



Casta Diva Group è una società che, insieme alle sue partecipate (le "**Partecipate Casta Diva Group**"), svolge, in Italia e all'estero, attività nel campo della comunicazione, mediante ideazione, creazione, produzione, programmazione e distribuzione di prodotti della cinematografia, televisione, fotografia, editoria, discografia, teatro, scenografia, informatica, commercializzazione di diritti di opere dell'ingegno e dell'immagine, per il tramite di ogni mezzo, virtuale e non, di attuale e futura invenzione, nonché lo sfruttamento economico delle anzidette produzioni, in qualsiasi modo e forma, tra cui la progettazione, l'organizzazione, la gestione e la comunicazione di eventi nell'ambito dello spettacolo, della cultura e dello sport e di eventi con finalità di comunicazione, pubblicitarie e commerciali.

Il Consiglio di Amministrazione di Blue Note ritiene che le proposte modalità di esecuzione dell'Operazione Rilevante rappresentino le condizioni maggiormente funzionali all'esecuzione del progetto di integrazione tra Blue Note e Casta Diva Group.

Per maggiori informazioni sull'Operazione Rilevante e sull'Accordo Quadro si rinvia al relativo Documento Informativo (il "**Documento Informativo**") – che sarà reso disponibile presso la sede sociale di Blue Note e consultabile sul sito internet della stessa all'indirizzo [www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com) – predisposto da Blue Note ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM Italia.

Si precisa che, per effetto della Fusione, Blue Note modificherà il proprio statuto sociale, ed in particolare la propria denominazione sociale (la quale diverrà Casta Diva Group S.p.A.), il proprio capitale sociale (ai fini del concambio) ed il proprio oggetto sociale (integrandolo con l'attività svolta da Casta Diva Group). Per quanto precede, gli Azionisti di Blue Note che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione potranno esercitare il diritto di recesso agli stessi riconosciuto a norma dell'articolo 2437, comma 1, lett. a) del Codice Civile.

Il Consiglio di Amministrazione di Blue Note ha proceduto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni dei soci recedenti, sulla base delle valutazioni meglio esposte nel prosieguo della presente relazione.

Per la determinazione del valore delle azioni, Blue Note ha richiesto al proprio advisor, la società Emintad Italy S.r.l. ("**Emintad**"), quale esperto indipendente, di predisporre un'analisi ai fini della



determinazione del prezzo di recesso delle azioni di Blue Note. In data 8 giugno 2016, Emintad ha trasmesso a Blue Note la suddetta analisi che è stata utilizzata dal Consiglio di Amministrazione a supporto della propria deliberazione relativa al Valore di Liquidazione.

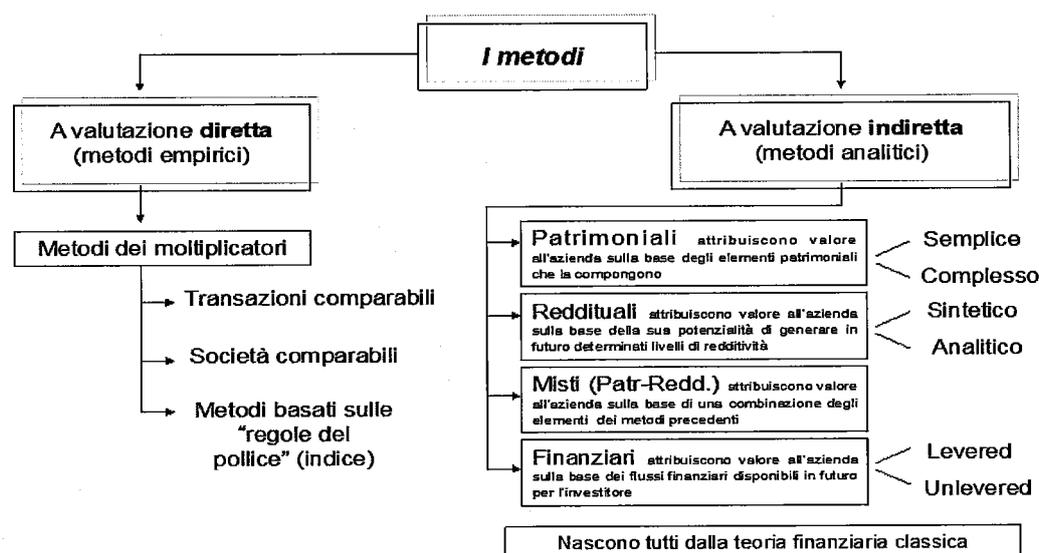
## 1. CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI

La determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Blue Note è stata effettuata attraverso 2 fasi:

**1) Raccolta e analisi delle informazioni.** In questa fase sono state raccolte tutte le informazioni disponibili, interne ed esterne. Le informazioni interne all'azienda sono quelle tratte principalmente dai documenti societari resi disponibili. Le informazioni esterne all'azienda sono quelle relative al mercato, alla concorrenza e al settore di appartenenza

**2) Scelta e applicazione del metodo di stima:** sono stati individuati i metodi ritenuti più idonei alla stima del valore dell'azienda.

In generale, ai fini della valutazione del capitale economico di una data azienda, la prassi professionale opta per l'adozione di una pluralità di metodi come indicato nella tabella sottostante<sup>1</sup>.



Non essendo le azioni di Blue Note quotate su un mercato regolamentato, il valore di liquidazione delle azioni di Blue Note deve essere determinato in funzione del secondo comma dell'articolo

<sup>1</sup> Fonte: Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario (Massari & Zanetti, 2008)

2437 *ter* del Codice Civile che così dispone:

*“Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.”*

Occorre quindi valutare, come specificato dall'articolo di cui sopra, le diverse componenti patrimoniali, reddituali nonché l'eventuale valore di mercato delle azioni di Blue Note. Sono stati così utilizzati i seguenti metodi di valutazione:

1. ai fini della considerazione delle consistenze patrimoniali, è stata effettuata un'analisi sul valore del patrimonio netto per azione;
2. ai fini della considerazione delle previsioni reddituali, è stata effettuata un'analisi utilizzando, come metodo principale, il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati (DCF) unitamente ad una verifica sulla base dei multipli di mercato;
3. ai fini della considerazione del valore di mercato delle azioni, è stata calcolata la capitalizzazione di mercato intesa come media dei prezzi del titolo negoziato negli ultimi 180 giorni di mercato.

Infine sono state svolte alcune considerazioni in merito alle tipicità del mercato AIM ed alla significatività del valore della Società che risulta espresso in tale sede

### **1.1 Metodologia di valutazione sulla base della consistenza patrimoniale**

La prassi spesso calcola il patrimonio netto per azione come indice rappresentativo della consistenza patrimoniale. Tale indice evidenzia, nel caso di Blue Note, i valori seguenti:

- Patrimonio netto civilistico al 31/12/2015: € 720.080
- Numero di azioni: 1.437.382
- **Valore per azione: 0,501 € per azione**



## 1.2 Metodologia di valutazione sulla base delle previsioni reddituali

### 1.2.1 applicazione della metodologia valutativa finanziaria dei flussi di cassa scontati (DCF)

#### Premesse metodologiche

Il **metodo finanziario** prende in considerazione i flussi di cassa attesi:



#### *Differenze tra Metodi Levered vs. Metodi Unlevered*

L'ipotesi alla base del metodo dei flussi di cassa consiste nella corrispondenza del valore di un investimento con la somma dei flussi di cassa netti attualizzati che si ritiene saranno generati dall'investimento nell'orizzonte temporale considerato.

Il valore dell'azienda è calcolato come segue:

$$W = VA = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

dove:

W= Valore dell'azienda

FC<sub>t</sub> = Flusso di cassa atteso al periodo t

n = orizzonte temporale di riferimento

K = tasso di rendimento atteso del progetto

*Formula di calcolo del valore di una società mediante la metodologia del DCF*

Il metodo valuta le componenti che contribuiscono direttamente al valore dell'investimento.

Può essere applicato in modo sistematico e coerente a diversi livelli di aggregazione:

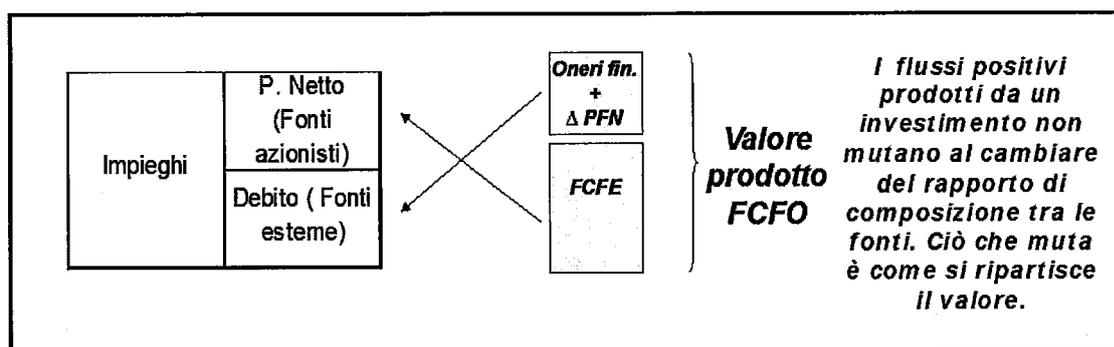
- Singolo progetto
- Progetto complesso o più progetti combinati (ramo d'azienda)
- Corporate

Le variabili necessarie per l'applicazione del metodo finanziario sono:

- Flussi monetari
- Orizzonte temporale
- Tasso di interesse
- Costo opportunità

**FCFO:** Free Cash Flow from Operations. È il flusso di cassa generato dall'investimento in quanto tale. Ha natura operativa, nel senso che deriva direttamente dall'attività caratteristica cui è destinato l'investimento. È *al lordo degli oneri finanziari*. Rappresenta il flusso netto di denaro che affluisce nell'azienda in seguito all'investimento e quindi *la grandezza di riferimento per la stima del valore dell'investimento*.

**FCFE:** Free Cash Flow from Equity. È il flusso di cassa a disposizione degli azionisti, ciò che rimane in ultima istanza in azienda, *al netto anche degli oneri finanziari e della posizione finanziaria netta*. È una grandezza strumentale alla determinazione del rendimento atteso dagli azionisti.



*Differenze tra FCFO e FCFE*

*Applicazione del metodo DCF su Blue Note S.p.A*

I flussi di cassa FCFO sono stati determinati sulla base del Piano Industriale redatto dal



management di Blue Note.

Al fine di determinare un valore di *TERMINAL VALUE* è stato adottato (sulla base dell'ultimo anno di flusso da piano) un processo di normalizzazione, come da prassi metodologica, giungendo ai seguenti risultati:

Le principali assunzioni del metodo DCF sono state le seguenti:

- Anni di piano: 5 (dal 2016 al 2020)
- WACC: 12,55% 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% (stimato dal prof. Damodaran e specifico per l'Italia)
  - *Beta*: 0,77 (determinato sulla base dei due panel di *comparables*)
  - *Alfa*: 4,00% (rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative)
  - *D/E*: 0 (*target capital structure*)
- *Growth Rate of Terminal Value (g)*: 1,00%

I risultati del metodo DCF applicato a Blue Note sono i seguenti.

- *Terminal Value* = 5.573.554,22 Euro
- *Terminal Value scontato* = 3.086.275,85 Euro
- *Cash Flow scontati cumulati* = 1.519.717,50 Euro



*Sensitivity Analysis applicata sulla metodologia valutativa DCF*

SENSITIVITY ANALYSIS DCF EQUITY VALUE (KEY DRIVERS WACC AND "g")								
WACC	Long term growth rate ("g")	Long term growth rate ("g")						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
11,80%	11,80%	4.565.653	4.636.264	4.710.071	4.787.296	4.868.180	4.952.992	<b>5.042.024</b>
	12,05%	4.451.291	4.518.159	4.587.986	4.660.973	4.737.340	<b>4.817.327</b>	4.901.197
	12,30%	4.341.757	4.405.139	4.471.710	4.540.281	4.609.852	4.688.019	4.767.119
	<b>12,55%</b>	4.236.755	4.296.888	4.355.541	<b>4.424.966</b>	4.487.117	4.564.636	4.639.321
	12,80%	4.136.013	4.193.114	4.251.240	4.309.184	4.370.184	4.446.785	4.517.378
	13,05%	4.039.282	<b>4.093.548</b>	4.150.020	4.208.835	4.270.143	4.334.106	4.400.899
	13,30%	<b>3.946.330</b>	3.997.944	4.051.613	4.107.465	4.165.634	4.226.269	4.289.529

Il valore di Blue Note conseguente dall'utilizzo del metodo *DCF* si attesta in un intervallo ragionevolmente compreso tra 4.252.584 Euro e 4.612.498 Euro, che corrisponde a un intervallo di **2,959 – 3,209 € per azione.**

Ai fini di una più completa informazione, si ritiene opportuno ricordare che la valutazione della Società sulla base della metodologia *DCF* effettuata in sede di impairment test, determina un valore (Equity Value) superiore a quelli qui riportati. L'obiettivo della presente relazione non è in alcun modo collegato alla determinazione di un giudizio sulla valutazione espressa dall'Impairment test. Nella presente relazione sono stati introdotti elementi correttivi, relativi al profilo di rischio e d'incertezza, che si ritiene in questo momento adeguati rispetto ai valori degli stessi parametri utilizzati nel periodo di redazione dell'impairment test.

### 1.3 Applicazione della metodologia valutativa della capitalizzazione di mercato

I prezzi delle azioni Blue Note risalenti agli ultimi 180<sup>2</sup> (centottanta) giorni di mercato sono stati ricavati dalla banca dati Bloomberg. Infine, si è applicata una media semplice ai valori desunti dal precedente calcolo, ricavando un valore medio di mercato della Società di 4.197.970 Euro, pari a **2,921 € per azione.**

Per quanto riguarda l'indicazione dei 180 (centottanta) giorni di mercato, è stato preso come riferimento il periodo temporale antecedente alla data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro.

Di seguito una tabella esplicativa del valore (EQUITY VALUE) desunto mediante l'applicazione della

<sup>2</sup> Periodo di riferimento 30 settembre 2015 – 30 marzo 2016

metodologia valutativa della capitalizzazione di mercato:

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'h' or similar character.

Date	PX LAST	PX VOLUME	PX * Volume	MK CAP
01/10/2015	2,97	4.000	11.880	4.269,02
02/10/2015	2,75	5.500	15.136	3.955,68
05/10/2015	2,71	1.000	2.710	3.895,31
06/10/2015	2,80	500	1.400	4.024,67
07/10/2015	2,86	3.500	10.010	4.110,91
08/10/2015	2,89	500	1.445	4.154,03
09/10/2015	2,93	3.500	10.255	4.211,53
13/10/2015	2,90	500	1.452	4.174,16
14/10/2015	2,87	2.000	5.740	4.125,29
15/10/2015	2,83	500	1.415	4.067,79
19/10/2015	2,80	1.000	2.800	4.024,67
20/10/2015	2,85	1.500	4.281	4.102,29
22/10/2015	2,87	4.000	11.464	4.119,54
23/10/2015	2,82	1.000	2.820	4.053,42
26/10/2015	2,93	1.500	4.395	4.211,53
28/10/2015	3,01	2.000	6.020	4.326,52
29/10/2015	2,97	2.000	5.940	4.269,02
03/11/2015	2,98	1.000	2.978	4.280,52
04/11/2015	2,94	1.000	2.940	4.225,90
06/11/2015	2,97	500	1.484	4.266,15
09/11/2015	2,92	1.000	2.920	4.197,16
13/11/2015	3,03	2.500	7.575	4.355,27
20/11/2015	2,95	1.000	2.950	4.240,28
23/11/2015	3,00	500	1.499	4.309,27
25/11/2015	3,02	500	1.510	4.340,89
27/11/2015	3,05	2.000	6.096	4.381,14
30/11/2015	3,04	8.000	24.288	4.363,89
01/12/2015	2,93	3.000	8.790	4.211,53
04/12/2015	2,98	2.500	7.440	4.277,65
10/12/2015	2,93	1.000	2.930	4.211,53
11/12/2015	2,98	2.500	7.440	4.277,65
14/12/2015	2,90	4.000	11.600	4.168,41
15/12/2015	2,88	1.000	2.880	4.139,66
17/12/2015	2,94	500	1.470	4.225,90
21/12/2015	2,98	500	1.488	4.277,65
22/12/2015	2,99	500	1.497	4.303,52
23/12/2015	3,00	500	1.498	4.306,40
28/12/2015	2,93	1.000	2.930	4.211,53
30/12/2015	2,97	2.500	7.420	4.266,15
11/01/2016	2,86	2.500	7.150	4.110,91
12/01/2016	2,93	500	1.464	4.208,65
19/01/2016	2,94	1.500	4.407	4.223,03
20/01/2016	2,95	2.500	7.375	4.240,28
21/01/2016	3,01	1.500	4.509	4.320,77
03/02/2016	3,00	1.500	4.497	4.309,27
04/02/2016	3,10	8.000	24.800	4.455,88
08/02/2016	3,05	1.500	4.569	4.378,27
10/02/2016	2,95	1.000	2.950	4.240,28
15/02/2016	2,95	1.500	4.419	4.234,53
16/02/2016	2,65	5.000	13.250	3.809,06
17/02/2016	2,90	5.000	14.500	4.168,41
18/02/2016	2,95	500	1.475	4.240,28
22/02/2016	2,95	1.000	2.948	4.237,40
25/02/2016	2,83	1.500	4.245	4.067,79
26/02/2016	2,89	500	1.445	4.154,03
01/03/2016	2,91	4.000	11.640	4.182,78
03/03/2016	2,84	2.000	5.680	4.082,16
04/03/2016	2,89	500	1.444	4.151,16
23/03/2016	2,86	5.000	14.280	4.105,16
24/03/2016	2,80	1.500	4.200	4.024,67
<b>Simple average 180 trading days</b>				<b>2,9206</b>
<b>Market Capitalization (simple average)</b>				<b>4.197,970</b>

Media degli ultimi 180gg di negoziazioni del titolo Blue Note S.p.A. (Fonte: Bloomberg)

## 2. VALORE DI LIQUIDAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di Blue Note deve determinare il valore di liquidazione delle azioni ordinarie a servizio di eventuali recedenti, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, sulla base dei tre criteri indicati nell'art. 2437 *ter*, secondo comma del Codice Civile (consistenza patrimoniale, prospettive reddituali ed eventuale valore di mercato). Il legislatore, peraltro, non fornisce indicazione in ordine a quale debba essere la ponderazione tra i criteri da utilizzare.

In base alle analisi sopra descritte si evince che:

- L'applicazione della media degli ultimi 180 giorni di negoziazione determina un valore della Società pari a circa 4,20 M.ni di Euro.
- L'applicazione del metodo DCF sul piano industriale di Blue Note determina un valore della Società compreso tra 4,25 e 4,61 M.ni di Euro.
- L'applicazione del metodo sulla base della consistenza patrimoniale determina un valore della Società pari a circa 0,72 M.ni di Euro.

Le due tabelle seguenti evidenziano le diverse possibili combinazioni secondo un approccio esclusivamente euristico.

*Analisi euristica: metodo DCF e Patrimonio Netto Civilistico per Azione*  
*M.ni di Euro*

<b>Metodo</b>	<b>Equity Value</b>
DCF	4,42
Patrimonio Netto Civilistico per Azione	0,72
Media DCF e Patrimonio Netto Civilistico per Azione	2,57

*Analisi euristica (metodo DCF e Patrimonio Netto Civilistico per Azione)*



*Analisi euristica: metodo 180 gg, metodo DCF e Patrimonio Netto  
Civilistico*

*M.ni di Euro*

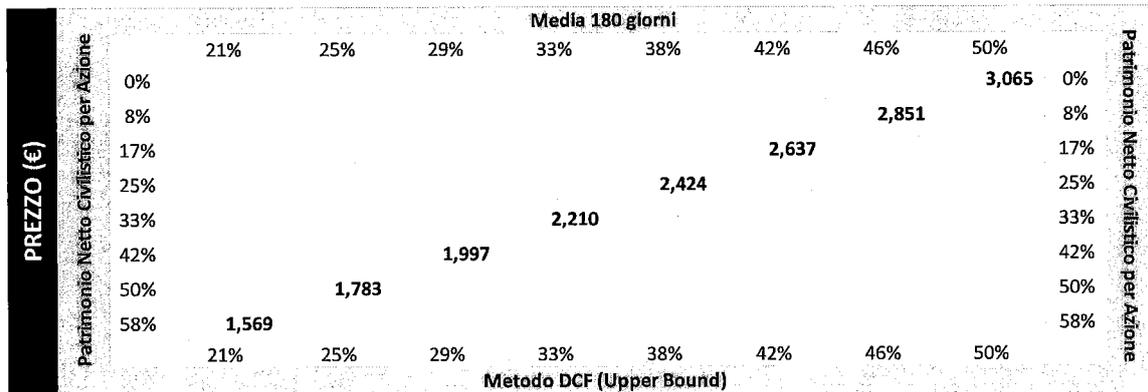
<b>Metodo</b>	<b>Equity Value</b>
180 gg - mercato	4,20
DCF	4,42
Patrimonio Netto Civile per Azione	0,72
Media 180 gg, DCF e Patrimonio Netto Civile per Azione	3,11

*Analisi euristica (metodo 180 gg, metodo DCF e Patrimonio Netto Civile)*

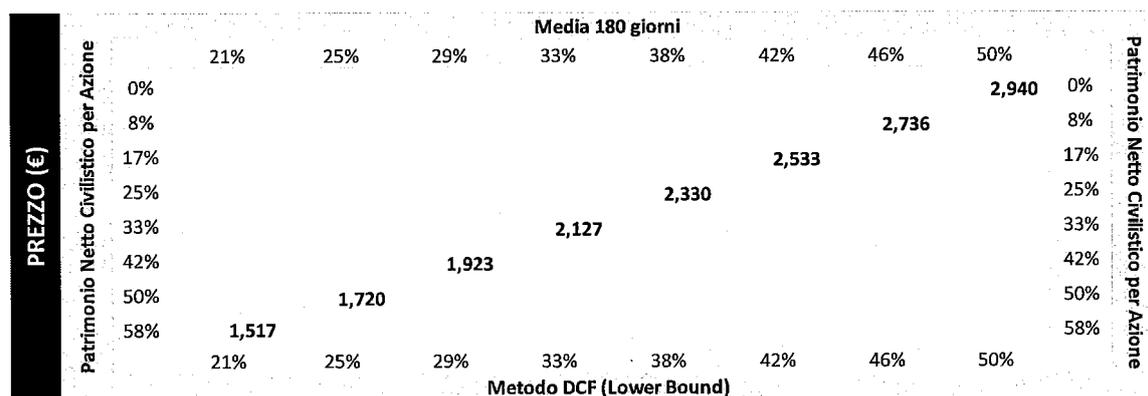
Come fin qui evidenziato, mentre è ragionevole sostenere la presenza di un sostanziale allineamento fra la valutazione derivante dalla media dei 180 giorni e quella desunta dal metodo DCF, la valutazione tenendo conto della consistenza patrimoniale, così come previsto dall'art. 2437-*ter* comma 2, corrisponde a valori del capitale economico significativamente inferiori.

Quanto alla determinazione dei "pesi" attribuibili ai diversi metodi di valutazione, non sono stati rilevati metodi di prassi che forniscano un'indicazione circostanziata circa il "peso" che la consistenza patrimoniale debba avere rispetto alle prospettive reddituali e al valore di mercato delle azioni ai fini della determinazione del prezzo di liquidazione. Per questo motivo, si è proceduto ad una simulazione del prezzo di liquidazione conseguente a un'attribuzione di diversi "pesi" alla metodologia della consistenza patrimoniale, alle previsioni reddituali (metodo DCF) e al prezzo di mercato delle azioni (media dei 180 giorni). Le tabelle di seguito rappresentate sono indicati alcuni intervalli di "pesi" che potrebbero essere considerati come rappresentativi delle differenti determinazioni e valutazioni ai sensi dell'art. 2437-*ter* comma 2.





Sensitivity Analysis ottenuta ponderando con diversi pesi i prezzi per azione derivanti dall'applicazione delle metodologie valutative DCF (Upper Bound), Media 180 giorni e Patrimonio Netto Civile.



Sensitivity Analysis ottenuta ponderando con diversi pesi i prezzi per azione derivanti dall'applicazione delle metodologie valutative DCF (Lower Bound), Media 180 giorni e Patrimonio Netto Civile.

La ponderazione dei diversi criteri indicati dall'articolo 2437 *ter*, secondo comma deve essere effettuata tenendo conto della necessità, chiaramente indicata nella relazione governativa alla riforma del diritto societario (che ha proceduto alla modifica delle disposizioni in materia di recesso) di

*“conciliare un atto, ed un intento, liquidatorio, quale quello del socio, con i caratteri di una società, di un'impresa, in esercizio, e le due prospettive: liquidazione e continuità sono in contrasto.”*

Tale inconciliabile conflitto tra la tutela del socio recedente, non più in linea con le decisioni

strategiche della società di cui è socio e l'integrità del patrimonio sociale (che, in caso di esercizio di recesso viene a essere privato di risorse destinate all'attività economica) deve essere oggetto di valutazione in sede di ponderazione dei diversi criteri che portano alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni. Né può sottacersi che il socio che decide di disinvestire proprio in quanto non concorre all'approvazione della delibera che approverà l'operazione di Fusione non potrà beneficiare degli effetti positivi derivanti dal rafforzamento patrimoniale di Blue Note conseguente alla Fusione.

Si è peraltro tenuto conto e analizzato, *inter alia*:

- il fatto che, come sopra descritto, l'indice patrimonio netto per azione assume valori relativamente poco significativi nel caso di specie;
- il fatto che non sono stati rilevati esempi o indicazioni circa il metodo da utilizzare nella determinazione dei suddetti "pesi";
- il fatto che Blue Note si trovi nella situazione di cui all'articolo 2446 del codice civile e pertanto in una situazione che potrebbe richiedere interventi di rafforzamento patrimoniale in assenza del perfezionamento della Fusione.

Infine, ancorché la tipicità del mercato AIM Italia, gestito da Borsa Italiana S.p.A., spesso caratterizzato da scarsa liquidità dei titoli negoziati, possa far pensare che la valutazione di Borsa delle società quotate all'AIM non corrisponda necessariamente al giudizio razionale del mercato ma piuttosto a un valore che resta tale essenzialmente per la scarsità di scambi sul titolo, lo stesso non può comunque non essere preso come riferimento importante avendo presente che:

- l'azionariato di Blue Note è composto da un flottante importante (superiore al 30%);
- i titoli caratterizzati da scarsa liquidità sono soggetti a possibili trend fortemente rialzisti così come fortemente ribassisti anche a fronte di scambi del tutto limitati sia in quantità che in valore. In questo senso, la valutazione di Borsa delle società quotate all'AIM potrebbe essere soggetta a fluttuazioni anche maggiori di quelle corrispondenti a società quotate su mercati regolamentati da CONSOB o comunque caratterizzate da titoli con elevata liquidità. Per i motivi su esposti si ritiene opportuno prendere in considerazione la media aritmetica degli ultimi 180 giorni antecedenti la data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro, coincidente con la sospensione del titolo disposta da Borsa Italiana. A tale dato va

tuttavia applicato uno sconto di liquidità, che si ritiene ragionevole stimare in un 20%, che deriva sia dalla modesta liquidità del mercato AIM in generale, sia dalla esiguità degli scambi sul titolo Blue Note degli ultimi 180 giorni.

Ciò porta, sulla base dell'applicazione del criterio del metodo di borsa corretto per dare atto dello sconto di liquidità sopra indicato a un valore di liquidazione delle azioni di Blue Note intorno all'importo di Euro 2,30. Anche i criteri della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali arrivano a determinare un range in cui il valore di liquidazione delle azioni di Blue Note pari a Euro 2,30, come risultante dall'applicazione del metodo della capitalizzazione di Borsa corretto dello sconto di liquidità sopra indicato, risulta incluso e confermato.

Sulla base di quanto sopra, tenuto conto di tutti i criteri fissati dalla legge, nel loro complesso, il valore di liquidazione delle azioni di Blue Note ai sensi dell'articolo 2437 *ter*, secondo comma, è stato definito nell'importo di 2,30 (due virgola trenta) per azione.

### **3. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE**

Si ritiene opportuno evidenziare, anche secondo quanto ha riportato Emintad, i seguenti elementi di riflessione nell'applicazione dei metodi di valutazione, in merito alle difficoltà riscontrate di carattere generale:

- le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari previsionali derivanti dal piano industriale di Blue Note. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza 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 sopracitate condizioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati attesi;
- per il titolo Blue Note non è disponibile alcuna ricerca specifica da parte di analisti finanziari. Tali ricerche contribuiscono alla diffusione di informazioni utili affinché i prezzi di mercato riflettano correttamente le previsioni economiche ed i profili di rischio della società;

e in merito alle difficoltà di valutazione specifiche del caso Blue Note:

1. Valutazione sulla base della consistenza patrimoniale.



Tale previsione, indicata dal Legislatore, trova scarso riscontro nella prassi con particolare riferimento al mercato dei capitali. Peraltro, la situazione patrimoniale di Blue Note, che versa nella situazione di cui all'art. 2446 del c.c., rende tale esercizio di non semplice interpretazione e valutazione.

2. Valutazione sulla base delle previsioni reddituali: Metodologia del DCF.
  - a. il Piano Industriale redatto dal management della società, a fronte di flussi di cassa negativi al 31/12/2015, evidenzia dei flussi di cassa futuri fortemente positivi, con particolare riferimento agli ultimi anni di piano (dal 2018);
  - b. si rileva un EQUITY VALUE decisamente condizionato dalla componente legata al TERMINAL VALUE, in contrasto con le prassi valutative che delineano un equilibrio tra flussi di piano e TERMINAL VALUE.
3. Valutazione sulla base del valore di mercato: Media degli ultimi 180 giorni di negoziazione del titolo Blue Note
  - a. il mercato AIM ITALIA («AIM») di Borsa Italiana S.p.A., 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;
  - b. a riprova di quanto sopra evidenziato, il titolo Blue Note nel corso del I trimestre 2016 ha «scambiato» una media giornaliera appena inferiore a € 1.500, a fronte di un flottante pari a quasi € 1,5 M (flottante circa 35%);

#### 4. MODALITA' E TERMINI DI ESERCIZIO DEL DIRITTO DI RECESSO

Agli azionisti di Blue Note che non concorressero all'approvazione della Fusione spetterà il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lettera a) del Codice Civile: l'adozione dello statuto della società risultante post Fusione implicherebbe, infatti, per gli azionisti di Blue Note un cambiamento significativo dell'attività della società di cui gli stessi saranno soci ad esito della Fusione.



Gli azionisti di Blue Note che non concorreranno alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione, avranno facoltà di esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 *bis* del Codice Civile nei limiti e con le modalità qui di seguito indicate.

Si precisa, con riferimento ai soggetti legittimati a concorrere alla decisione assembleare che, in base all'articolo 127 *bis*, comma 2, del TUF, ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, colui a favore del quale sia effettuata la registrazione in conto delle azioni nel periodo intercorrente tra la *Record Date* (vale a dire - come previsto dall'articolo 83 *sexies*, comma 2, del TUF - il settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea) e l'apertura dei lavori dell'assemblea, sarà considerato come non concorrente all'approvazione delle deliberazioni assembleari.

In considerazione del fatto che la modifica statutaria inerente all'oggetto sociale e legittimante l'esercizio del diritto di recesso avrà effetto dal giorno di efficacia della Fusione, l'efficacia del recesso eventualmente esercitato dagli azionisti di Blue Note è subordinata e diverrà attuale solo una volta che si sarà perfezionata la Fusione e la stessa sarà divenuta efficace.

Restano, al contrario, fermi i termini per l'esercizio del recesso previsti dall'articolo 2437 *bis*, comma 1, del Codice Civile, pertanto gli azionisti che non avranno concorso all'adozione della delibera favorevole alla Fusione potranno esercitare il diritto di recesso entro e non oltre i 15 giorni decorrenti dalla data di iscrizione nel Registro delle Imprese della predetta delibera.

Con riferimento agli ulteriori termini e modalità per l'esercizio del diritto di recesso oltre che con riferimento allo svolgimento del procedimento di liquidazione si rinvia a quanto previsto al successivo paragrafo 8.2 nonché agli articoli 2437 *bis* e 2437 *quater* del Codice Civile; eventuali ulteriori informazioni saranno rese note mediante apposito comunicato diffuso attraverso il sistema SDIR – NIS e sul sito internet di Blue Note [www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com).

A norma dell'articolo 2437 *ter* del Codice Civile, la relazione sul valore di liquidazione delle azioni – stabilito nei modi di legge e con i criteri precisati di seguito – sarà messa a disposizione dei soci di Blue Note almeno 15 giorni prima della assemblea chiamata ad approvare la Fusione.

In caso di disaccordo in merito al valore di liquidazione delle azioni, gli azionisti potranno, contestualmente all'invio della Comunicazione di Recesso (come di seguito disciplinata e definita), proporre contestazione così come previsto all'articolo 2437 *ter*, comma 6, del Codice Civile. In tal caso verrà dato avvio al procedimento di verifica indicato nella medesima norma, fermo restando



che eventuali contestazioni non modificheranno la tempistica per il perfezionamento della Fusione.

Come già evidenziato, si ricorda che, in virtù del disposto dell'Accordo Quadro, l'Operazione Rilevante è soggetta, salvo diverso accordo che potrà essere raggiunto tra le parti (con le modalità in seguito indicate), alla condizione risolutiva dell'esercizio del diritto di recesso da parte di soci di Blue Note che preveda complessivamente un valore di recesso superiore a Euro 430.000 (quattrocentotrentamila) sulla base della determinazione di tale valore ai sensi dell'articolo 2437 *ter* del codice civile.

Pertanto, sia nel caso in cui l'Operazione Rilevante non dovesse essere approvata dall'assemblea dei soci di Blue Note, sia nel caso in cui il valore di recesso, determinato in base ai soci recedenti, sia complessivamente superiore a Euro 430.000 (quattrocentotrentamila) sulla base della determinazione di tale valore ai sensi dell'articolo 2437 *ter* del Codice Civile, l'Operazione Rilevante non avrà luogo.

Resta tuttavia salvo il diritto di rinunciare a tale condizione a mezzo di delibere assunte, entro 5 giorni dal termine ultimo per l'esercizio del recesso ex articolo 2437 *bis* del Codice Civile, da parte dei Consigli di Amministrazione delle due società partecipanti alla fusione che confermino il procedere dell'operazione, nonostante l'intervenuto superamento del predetto valore complessivo di recesso. Di tale decisione verrà data comunicazione mediante apposito comunicato, tramite il sistema SDIR – NIS e con pubblicazione sul sito internet di Blue Note [www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com).

#### **4.1 Valore di liquidazione**

Come previsto dall'articolo 2437 *ter*, comma 2, del Codice Civile, il valore unitario di liquidazione delle azioni di Blue Note in caso di recesso sarà determinato dall'organo amministrativo di Blue Note, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione dei conti (Reconta Ernst & Young S.p.A.), tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché sul valore di mercato delle azioni.

Il Consiglio di Amministrazione di Blue Note predisporrà, a tal fine, apposita relazione che disciplinerà compiutamente i criteri e le modalità in merito alla determinazione del valore unitario di liquidazione delle azioni di Blue Note in caso di recesso, la quale sarà resa disponibile, unitamente ai pareri del collegio sindacale e di Reconta Ernst & Young S.p.A., presso la sede



sociale di Blue Note e sul sito internet della stessa: [www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com) entro i termini di legge.

#### 4.2 Soggetti legittimati all'esercizio del recesso

In ossequio a quanto previsto dall'articolo 2437 *bis*, comma 1, del Codice Civile, il diritto di recesso potrà essere esercitato dagli azionisti di Blue Note che non abbiano concorso all'assunzione della delibera, per tutte o parte delle azioni di titolarità degli stessi, entro 15 giorni di calendario dalla data di iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera di Fusione.

Gli azionisti di Blue Note verranno a conoscenza di tale notizia per mezzo di apposita comunicazione che verrà pubblicata sul sito internet della società [www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com).

Gli azionisti che intendano esercitare il diritto di recesso dovranno darne comunicazione, nei predetti termini, mediante lettera raccomandata da spedirsi presso la sede legale di Blue Note in Via della Moscova n. 18, 20121 Milano all'attenzione dell'organo amministrativo (la "**Comunicazione di Recesso**"), la quale dovrà essere anticipata a mezzo di posta elettronica certificata all'indirizzo: [BLUENOTEMILANO@PEC.IT](mailto:BLUENOTEMILANO@PEC.IT) o a mezzo fax al numero 02 66800153, ferma restando la necessità, ai sensi e per gli effetti di legge, di inviare la Comunicazione di Recesso anche a mezzo lettera raccomandata.

Come anche previsto dall'articolo 2437 *bis* del Codice Civile, la Comunicazione di Recesso dovrà contenere le seguenti informazioni:

- Le generalità del socio recedente, i recapiti mail e telefonici e l'indicazione del domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento;
- il numero di azioni in relazione alle quali viene esercitato il diritto di recesso;
- gli estremi e le coordinate del conto corrente dell'azionista recedente sul quale dovrà essere accreditato il valore di liquidazione delle azioni stesse; e
- l'indicazione dell'intermediario presso cui è acceso il conto sul quale sono registrate le azioni in relazione alle quali è stato esercitato il diritto di recesso con i dati relativi a tale conto.

In aggiunta alla Comunicazione di Recesso dovrà, inoltre, essere inviata a Blue Note apposita certificazione rilasciata dal soggetto abilitato alla tenuta dei conti sui quali sono registrati i titoli di Blue Note (l'"**Intermediario**"). La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso del socio è,



infatti, attestata dalla comunicazione che l'Intermediario deve inviare all'emittente (come previsto dall'articolo 23 del regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 22 febbraio 2008 e successivamente modificato da ultimo con atto di Banca d'Italia/Consob del 24 febbraio 2015).

Gli azionisti di Blue Note che intendano esercitare il diritto di recesso dovranno, pertanto, richiedere all'Intermediario l'invio di un'apposita certificazione che dovrà attestare:

- la proprietà ininterrotta, in capo all'azionista recedente, delle azioni di Blue Note in relazione alle quali è stato esercitato il recesso, la quale deve perdurare in tutto il periodo intercorrente tra la data dell'assemblea che ha approvato la deliberazione di Fusione e la data di esercizio del diritto di recesso, ferme le prescrizioni di cui all'articolo 127 *bis*, comma 2, del TUF; e
- l'assenza di pegno o altri vincoli sulle azioni oggetto di recesso; oppure
- in caso di pegno, di usufrutto ovvero di riporto, dato che la legittimazione ad avanzare la richiesta spetta tanto al socio quanto al soggetto in favore del quale è costituito il vincolo, l'azionista recedente dovrà provvedere a trasmettere a Blue Note, quale condizione ai fini della validità e ammissibilità dell'esercizio del diritto di recesso, oltre alla certificazione dell'Intermediario, anche apposita dichiarazione resa dal soggetto in favore del quale è costituito il vincolo sulle azioni di Blue Note, per mezzo della quale tale soggetto presti il proprio consenso irrevocabile ad effettuare la liquidazione delle azioni oggetto del recesso in conformità alle istruzioni dell'azionista recedente.

L'Intermediario è, altresì, tenuto a rendere indisponibili, ai sensi dell'articolo 2437 *bis*, comma 2, del Codice Civile, le azioni in relazione alle quali l'azionista di Blue Note ha esercitato il diritto di recesso fino alla data della loro liquidazione. Resta tuttavia inteso che fino a tale data l'azionista recedente manterrà il diritto di voto spettante su tali azioni.

#### **4.3 Procedura di liquidazione**

Nel caso in cui uno o più azionisti esercitino il diritto di recesso, la procedura di liquidazione avverrà in conformità alle previsioni di cui all'articolo 2437 *quater* del Codice Civile, qui di seguito illustrata.



L'organo amministrativo di Blue Note offrirà in opzione le azioni dell'azionista recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni da ciascuno di essi possedute (*"Offerta di Opzione"*).

Ai fini dell'esercizio del diritto di opzione verrà concesso un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito dell'Offerta di Opzione presso il Registro delle Imprese di Milano. I diritti di opzione derivanti dall'Offerta di Opzione non saranno negoziabili sul mercato AIM Italia. Gli azionisti di Blue Note che eserciteranno il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno, inoltre, il diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni resteranno eventualmente non optate (la *"Prelazione"*). Qualora il numero di azioni di Blue Note per il quale è richiesta la Prelazione sia superiore al quantitativo di azioni di Blue Note rimaste inoptate all'esito dell'Offerta di Opzione, si procederà al riparto tra tutti i richiedenti in proporzione al numero di azioni possedute; qualora residuassero azioni dopo l'assegnazione proporzionale, le azioni residue verranno assegnate col criterio del maggior resto (il *"Riparto"*).

Le azioni di Blue Note oggetto dell'Offerta di Opzione (così come i diritti di opzione di acquisto ad esse relativi) non sono state e non saranno registrate negli Stati Uniti d'America ai sensi dell'*United States Securities Act* del 1933, e non potranno essere offerte o vendute negli Stati Uniti d'America in assenza di un'esenzione. L'Offerta di Opzione non costituirà un'offerta di strumenti finanziari nemmeno negli altri paesi nei quali l'Offerta di Opzione non sia consentita in assenza di una specifica autorizzazione in conformità alla normativa applicabile, ovvero in deroga alla stessa. Per tali motivi i signori azionisti non residenti in Italia, prima di intraprendere qualsiasi azione, sono consigliati di richiedere specifici pareri in materia.

Tutte le informazioni utili ai fini dell'Offerta di Opzione verranno comunicate tempestivamente da Blue Note mediante la diffusione di comunicato a mezzo SDIR-NIS e la pubblicazione sul sito internet della società ([www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com)). Blue Note comunicherà, inoltre, le modalità di adesione all'Offerta di Opzione e tutte le informazioni alla stessa connesse nell'avviso che verrà depositato presso il Registro delle Imprese di Milano ai sensi dell'articolo 2437 *quater*, comma 2, del Codice Civile.

Qualora gli azionisti di Blue Note non acquistino, in tutto o in parte, le azioni dell'azionista recedente, l'organo amministrativo della società potrà collocarle presso terzi ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2437 *quater*, comma 4, del Codice Civile.



In caso di mancato collocamento delle azioni rimaste inoptate presso i terzi entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso, le azioni del recedente verranno rimborsate, ai sensi dell'articolo 2437 *quater*, comma 5, del Codice Civile, mediante acquisto da parte di Blue Note utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'articolo 2357 del Codice Civile.

## **5. DOCUMENTI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO**

La presente relazione del Consiglio di Amministrazione, unitamente ai pareri che saranno rilasciati dal Collegio Sindacale e da Reconta Ernst & Young S.p.A., sono a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Blue Note e consultabili sul sito internet all'indirizzo [www.bluenotemilano.com](http://www.bluenotemilano.com).

Milano, 8 giugno 2016

L'Amministratore Delegato

Alessandro Cavalla

