

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE Ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile

Al Consiglio di Amministrazione di
Blue Note S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Il Consiglio di Amministrazione di Blue Note S.p.A. ("Blue Note" o la "Società") ha approvato, in data 8 giugno 2016, la relazione illustrativa del progetto di fusione per incorporazione di Casta Diva Group S.r.l. ("Casta Diva Group") in Blue Note, da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti prevista per il giorno 18 luglio 2016, in prima convocazione, e per il 19 luglio 2016, in seconda convocazione ("Operazione"). Per effetto di tale Operazione, Blue Note modificherà il proprio statuto sociale, ed in particolare la denominazione (Articolo 1), l'oggetto (Articolo 3), il capitale sociale (Articolo 5) e la rappresentanza della Società (Articolo 20).

In tale circostanza, gli Amministratori della Società hanno ritenuto applicabile l'art. 2437 del Codice Civile che prevede, per gli azionisti che non intendano concorrere a tale deliberazione, la possibilità di esercitare il diritto di recesso. L'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale.

Per la determinazione del valore delle azioni, Blue Note ha incaricato la società Emintad Italy S.r.l. ("Emintad") quale esperto indipendente, di predisporre un'analisi ai fini di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società elementi di riflessione per la determinazione del valore di liquidazione 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 (la "Fairness Opinion"). Tale Fairness Opinion è stata utilizzata dagli Amministratori nella predisposizione della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione redatta ai sensi dell'articolo 2437-ter del Codice Civile (la "Relazione Illustrativa").

Reconta Ernst & Young S.p.A., quale soggetto incaricato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2409-bis del Codice Civile, della revisione legale del bilancio di esercizio e consolidato della Società, ha ricevuto da Blue Note l'incarico di predisporre la relazione ex art. 2437-ter secondo comma, del Codice Civile sul valore di liquidazione delle azioni della stessa.

Nel corso del Consiglio d'Amministrazione tenutosi in data odierna, gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni di Blue Note, individuato in Euro 2,30, anche al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2437-ter secondo comma, del Codice Civile. Ciò fermo restando che la Società ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni di Blue Note.

All'esito dell'avvenuto riscontro della documentazione fatta propria dal Consiglio di Amministrazione con quella a noi precedentemente fornita, abbiamo emesso la presente relazione al fine di poter consentire al Consiglio di Amministrazione stesso il completamento dell'iter previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile.

Ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale della Società è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.

2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha il fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di Blue Note la relazione prevista dall'art. 2437-ter del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per determinare il valore di liquidazione delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

La Relazione Illustrativa illustra i metodi seguito dal Consiglio di Amministrazione della Società, anche per il tramite di Emintad, unitamente alle eventuali difficoltà da questi incontrate per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori che si sono avvalsi a tal fine del lavoro svolto da Emintad dagli stessi incaricata di effettuare una valutazione della Società, in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci nell'ipotesi in cui si proceda alle suesposte modifiche statutarie.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- a) Relazione Illustrativa degli Amministratori contenente le valutazioni effettuate con riguardo alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società;
- b) Metodologie di valutazione utilizzate dagli Amministratori per determinare il valore di liquidazione delle azioni della Società;
- c) *Business Plan* 2016-2020 della Società, approvato dal Consiglio d'Amministrazione in data 30 marzo 2016 (il "*Business Plan*");
- d) Bilancio d'esercizio e consolidato della Società al 31 dicembre 2015 redatti in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione ed in merito al quale abbiamo emesso le rispettive di revisione in data 13 aprile 2016;
- e) Informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico;
- f) Statuto vigente della Società;
- g) Verbali del Consiglio Amministrazione e Collegio Sindacale intercorsi fino alla data odierna;
- h) Documentazione di supporto al Consiglio Amministrazione per le riunioni dei Consigli Amministrazione che hanno esaminato l'Operazione, limitatamente a quanto rilevante ai fini dell'emissione della presente relazione;
- i) *Fairness opinion* predisposta da Emintad, a supporto della valutazione del valore di liquidazione delle azioni della Società;
- j) Informazioni pubblicamente disponibili su società operanti in settori comparabili e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentate legale della Società in data odierna, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

4. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAGLI AMMINISTRATORI E RELATIVI RISULTATI

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Società hanno incaricato Emintad di predisporre un'analisi ai fini di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società elementi di riflessione per la determinazione del prezzo di recesso delle azioni di Blue Note. Pertanto, nel prosieguo di questo paragrafo si farà riferimento, per quanto riguarda la determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società, alla *Fairness Opinion* di Emintad datata 8 giugno 2016, fatta propria dal Consiglio di Amministrazione della Società.

4.1. Metodologie adottate

Per la determinazione del valore delle azioni, Blue Note ha incaricato Emintad, quale esperto indipendente, di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società elementi di riflessione per la 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.

Come riportato nella loro Relazione Illustrativa, gli Amministratori hanno ritenuto di adottare, per le finalità di cui all'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, le seguenti metodologie valutative:

Metodo di riferimento ("Metodo A")

Ai fini della considerazione del valore economico della Società è stata calcolata la capitalizzazione di mercato intesa come media dei prezzi del titolo negoziato negli ultimi 180 giorni di mercato. I prezzi delle azioni Blue Note risalenti agli ultimi 180 giorni di mercato sono stati ricavati dalla banca dati Bloomberg. Infine, si è applicata una media semplice ai valori desunti dal precedente calcolo ed un fattore di sconto pari al 20% al fine riflettere la ridotta liquidità del titolo azionario della Società sul sistema multilaterale di negoziazione gestito e organizzato da Borsa Italiana S.p.A. "AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale", su cui le azioni della Società sono quotate.

Altri Metodi

Ai fini tenere conto di tutti gli elementi esplicitamente richiamati dal secondo comma dell'articolo 2437-ter del Codice Civile, è stata svolta un ponderazione di diversi approcci valutativi atti a determinare un intervallo di valori del valore economico della Società sulla base di:

- Consistenza patrimoniale ("Metodo B1"), definita per tramite di un'analisi del valore del patrimonio netto del bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2015;
- Previsioni reddituali ("Metodo B2"), definite per tramite di una analisi che ha utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF"). I *Free Cash Flow from Operations* ("FCFO") utilizzati nel DCF sono stati determinati sulla base del *Business Plan* redatto dal management della società. 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. Le principali assunzioni del metodo DCF sono state le seguenti:
 - Anni di piano: 5 (dal 2016 al 2020)
 - *Weighted Average Cost of Capital* (WACC): 12,55%
 - *Growth Rate of terminal value* (g): 1,00%
- Valore di mercato delle azioni ("Metodo B3"), definito come la capitalizzazione di mercato,

intesa come media dei prezzi del titolo negoziato negli ultimi 180 giorni di mercato (senza applicazione dello sconto di liquidità). I prezzi delle azioni Blue Note risalenti agli ultimi 180 giorni di mercato sono stati ricavati dalla banca dati Bloomberg. Infine, si è applicata una media semplice ai valori desunti dal precedente calcolo.

4.2. Risultati cui pervengono gli Amministratori

L'applicazione delle metodologie sopra menzionate ha portato gli Amministratori ad individuare i seguenti valori del valore economico della Società:

- Metodo A 3,36 milioni di Euro
- Metodo B1 0,72 milioni di Euro
- Metodo B2 4,25 - 4,61 milioni di euro
- Metodo B3 4,20 milioni di Euro

Il Consiglio di Amministrazione ha individuato sulla base del Metodo A un valore di liquidazione delle azioni di Blue Note di Euro 2,30, rilevando come anche i Metodi B1, B2 e B3 arrivino a determinare complessivamente un intervallo in cui il summenzionato valore di liquidazione delle azioni di Blue Note risulta incluso e confermato.

4.3. Sintesi delle valutazioni eseguite dagli amministratori

Il valore di riferimento individuato dagli Amministratori nella seduta consiliare del Consiglio di Amministrazione per ciascuna delle n. 1.437.382 azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso, risulta pari a:

Euro 2,30 per azione

4.4. Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori

Nell'effettuare le proprie valutazioni del valore di liquidazione delle azioni della Società, il Consiglio di Amministrazione e Emintad hanno evidenziato le seguenti difficoltà di valutazione.

Difficoltà riscontrate di carattere generale:

1. 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;

2. le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari previsionali derivanti dal *Business Plan* di Blue Note fornito dal management della Società a Emintad. 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.

Difficoltà di carattere specifico:

Così come confermato dallo Studio Legale LCA, Blue Note non è tenuta a determinare il valore di liquidazione delle azioni prendendo a riferimento l'art. 2437-ter terzo comma, del Codice Civile (media dei 180 giorni) bensì l'art. 2437-ter secondo comma, del Codice Civile.

Nell'applicazione di tale requisito sono emerse le seguenti difficoltà specifiche:

1. Valutazione sulla base del valore di mercato:
 - a. Il mercato AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale di Borsa Italiana S.p.A., nel quale è quotata l'emittente, è un mercato che rispetto al listino principale (Mercato Telematico Azionario o "MTA") evidenzia talvolta un deficit in termini di liquidità, con un numero esiguo di scambi azionari;
 - b. Il titolo Blue Note nel corso del primo trimestre 2016 ha "scambiato" una media giornaliera appena inferiore a Euro 1.500, a fronte di un flottante pari a quasi Euro 1,5 milioni (flottante circa 35%);
2. Valutazione sulla base della consistenza patrimoniale:
 - a. La previsione, indicata dal Legislatore, trova scarso riscontro nella prassi consolidata con particolare riferimento al mercato dei capitali. Peraltro, la situazione patrimoniale di Blue Note, corrispondente a quanto previsto dall'art. 2446 del Codice Civile, rende tale esercizio di non semplice interpretazione e valutazione.
3. Valutazione sulla base delle previsioni reddituali (DCF):
 - a. Il *Business Plan* redatto dal management della società, a fronte di flussi di cassa negativi al 31 dicembre 2015, evidenzia dei flussi di cassa futuri fortemente positivi, con particolare riferimento agli ultimi anni di piano (dal 2018);
 - b. Il valore economico è 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*.

5. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- Esame della *Fairness Opinion* redatta da Emintad, preliminarmente ottenuta in bozza dalla Società, che espone i criteri di valutazione adottati e le difficoltà incontrate nel processo valutativo;
- Esame critico dei metodi di valutazione adottati da Emintad e dagli Amministratori e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni;
- Verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in ordine alla scelta dei suddetti metodi;
- Verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la documentazione utilizzata e precedentemente descritta nel paragrafo 3;
- Verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consiglio di Amministrazione e da Emintad nell'ambito del processo valutativo;
- Discussioni ed approfondimenti con Emintad e la Direzione della Società;
- Discussione e scambi di informazioni con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile;
- Verifica della corrispondenza tra il documento contenente la valutazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni in precedenza messo a disposizione ed il verbale approvato nella seduta dell'8 giugno 2016.

Come ricordato, il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2015 corredati delle relazioni del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, sono stati da noi assoggettati a revisione contabile.

Con riferimento al conto economico previsionale di Blue Note ed ai *Free Cash Flow from Operations* per gli esercizi 2016-2020, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di situazione previsionale, abbiamo analizzato le ipotesi ed i criteri utilizzati per la loro redazione, verificando e discutendo la loro ragionevolezza con la Direzione della Società.

Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2015 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto della presente relazione.

6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DELLE MODALITÀ DI APPLICAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Consiglio di Amministrazione, che ha incaricato Emintad di predisporre un'analisi ai fini di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società elementi di riflessione per la determinazione del prezzo di recesso delle azioni di Blue Note, ha avuto quale scopo la stima del valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, in linea con il disposto dell'articolo 2437-ter del Codice Civile. Di conseguenza, il valore riferito alla Società dal Consiglio di Amministrazione e contenuto nella valutazione non può essere utilizzato per finalità diverse.

Come ricordato, l'applicazione delle metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione, sulla base delle indicazioni di Emintad, ha condotto quest'ultimo a definire il valore di Euro 2,30 per azione.

Ciò premesso, le principali considerazioni in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze, del metodo valutativo scelto dal Consiglio di Amministrazione della Società, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, sono riportate di seguito:

- i metodi di valutazione adottati, e in particolare quello della capitalizzazione di mercato utilizzato come metodo di riferimento, sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- tali metodi appaiono adeguati nella fattispecie in quanto conformi al dettato dell'art. 2347-ter del Codice Civile; a tal merito sottolineiamo che nel caso specifico, il metodo patrimoniale, tra quelli scelti dagli Amministratori della Società, risulta essere quello che meno degli altri riflette un valore ragionevole del valore economico della Società;
- i metodi sono stati sviluppati in ottica stand alone, ossia non prendono in considerazione eventi esterni futuri straordinari o inattesi ed in ipotesi di continuità aziendale.

7. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione sugli elementi descritti al paragrafo 4.4 della presente relazione circa le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori.

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue.

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato i dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società e da Emintad, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato, perché estranee all'ambito del nostro incarico, una valutazione economica della Società, verifiche e/o valutazioni sull'Operazione e sulla *Fairness Opinion* nonché valutazioni di natura legale circa la congruità, le modalità e le tempistiche dell'Operazione o del ripianamento delle perdite, anche ai sensi e nel contesto dell'art. 2446 del Codice Civile.

In merito alla situazione prevista dall'art. 2446 del Codice Civile, evidenziamo 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'art. 2446 del Codice Civile e la relazione redatta ai sensi dell'art. 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 Cast Diva Group S.r.l."* ha deliberato *"di non adottare alcun provvedimento immediato in conseguenza della situazione di cui all'art. 2446 del Codice Civile e di riportare a nuovo tali perdite"*.

La valutazione effettuata dagli Amministratori e da Emintad mediante il metodo di riferimento è stata effettuata applicando uno un fattore di sconto pari al 20% al fine riflettere la ridotta liquidità del titolo azionario della Società. Pur rilevando come tale parametro risulti allineato a quelli utilizzati nella prassi professionale italiana e internazionale, la precisa determinazione dello stesso include elementi di discrezionalità rimessi all'apprezzamento del singolo valutatore. L'utilizzo di un parametro diverso avrebbe pertanto potuto determinare risultati diversi.

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori e da Emintad mediante la metodologia del DCF si basano su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese da parte degli Amministratori, che includono, tra le altre, assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli Amministratori che non necessariamente si verificheranno ed eventi e azioni sui quali gli Amministratori e il management non possono influire o possono, solo in parte, influire. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche utilizzate.

8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni di Emintad, per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Blue Note S.p.A., non siano, limitatamente alla finalità per la quale essi sono stati sviluppati, adeguati in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che essi non siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni.

La presente relazione è indirizzata al Consiglio d'Amministrazione di Blue Note S.p.A. ed è stata predisposta esclusivamente per le finalità di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile. Tale relazione non potrà pertanto essere divulgata a soggetti terzi, fatta eccezione per i soci di Blue Note S.p.A. che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo 2437-ter del Codice Civile, o comunque utilizzato per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Reconta Ernst & Young S.p.A.

Milano, 8 giugno 2016



Enrico Lenzi
(Socio)