

**PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA
CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI
PER AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL
DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DEGLI ARTT. 2441, VI°
COMMA DEL CODICE CIVILE E 158, I° COMMA, DEL DLGS
24 FEBBRAIO 1998, N° 58**

CARRARO SPA

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DEGLI ARTT. 2441, VI° COMMA DEL CODICE CIVILE E 158, I° COMMA, DEL DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N° 58

Agli Azionisti di
Carraro SpA

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto da Carraro SpA (di seguito anche "Carraro" o la "Società"), le cui azioni sono quotate alla Borsa Italiana, l'incarico di redigere ai sensi dell'articolo 158, I° comma, del DLgs 24 febbraio 1998 n° 58, il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni al servizio dell'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, riservato ad Agritalia SpA (di seguito anche "Agritalia"), da liberarsi mediante il conferimento in natura del ramo d'azienda denominato "Ramo Agritalia" (di seguito anche il "Ramo"), ai sensi dell'art. 2441, IV° comma del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Carraro (di seguito la "Relazione"), che illustra e giustifica la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione.

L'Assemblea straordinaria di Carraro è chiamata a deliberare in merito all'aumento di capitale menzionato in data 22 dicembre 2009 in prima convocazione, oppure in data 23 dicembre 2009 in seconda convocazione.

La conferente Agritalia è parte correlata di Carraro, in quanto integralmente controllata da Finaid SpA, che a sua volta controlla Carraro ai sensi dell'articolo 93 del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58, in forza della partecipazione al 54,25 per cento del capitale sociale.

2 DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

Come descritto nella Relazione, l'operazione (di seguito l'"Operazione") consiste in un aumento del capitale sociale di Carraro riservato ad Agritalia, da liberarsi mediante il conferimento in natura del Ramo.

Il Ramo, identificabile con l'azienda attualmente condotta in locazione da Carraro, in forza del contratto d'affitto in essere con Agritalia originariamente siglato in data 29 marzo 2005 e successive modifiche ed integrazioni, svolge attività di sviluppo,

assemblaggio, distribuzione di trattori agricoli, nonché di distribuzione di ricambi commerciali per tali trattori.

Il perimetro del Ramo comprende beni materiali (stabilimento di Rovigo, Via del Lavoro, e relativi impianti), beni immateriali, altre attività, obbligazioni, un debito di natura finanziaria, rapporti contrattuali e relativi diritti afferenti l'attività; il valore netto contabile del Ramo alla data del 30 giugno 2009 è riepilogato nella tabella successiva:

Ramo Agritalia (30 giugno 2009)	€/000
Totale attività	13.061
Debito finanziario	(5.000)
Patrimonio netto	8.061

Come descritto nella Relazione, il conferimento trova la sua giustificazione economica nelle seguenti considerazioni:

- la valenza fondamentale che il Ramo riveste all'interno del Gruppo Carraro, in quanto acquista circa il 50 per cento del valore delle trasmissioni agricole prodotte dal Gruppo;
- il contributo del Ramo al consolidamento dei rapporti di lungo termine del Gruppo Carraro con alcuni tra i leader mondiali nella produzione di trattori agricoli;
- la posizione del Ramo nella filiera produttiva del Gruppo Carraro, che consente contatti frequenti con utilizzatori finali, concessionari, filiali commerciali e strutture di sviluppo prodotto e marketing dei clienti "OEM";
- l'effetto strategico generato con Carraro Drive Tech SpA, con la quale il Ramo condivide il processo di progettazione delle diverse commesse dei trattori agricoli;
- l'ingegneria del Ramo, che lavora trasversalmente sui diversi progetti e contribuisce ad ideare ed innovare i prodotti in stretta collaborazione con i diversi staff tecnici delle altre società del Gruppo Carraro e dei clienti medesimi.

Come anche riportato dal Prof. F. Buttignon, esperto designato dal Tribunale di Padova con decreto del 23 aprile 2009 per la redazione della relazione di stima ex art. 2343 del Codice Civile (di seguito l'"Esperto"), la gestione del Ramo nel tempo si è svolta con significativi elementi di integrazione con la gestione complessiva del Gruppo Carraro. A partire dall'inizio del contratto di affitto, infatti, Carraro ha integrato e sviluppato le competenze di progettazione e realizzazione originarie di Agritalia attraverso investimenti in capitale tangibile, risorse umane, sistemi

organizzativi e relazioni strategiche con reti di clienti e fornitori, favorendo la crescita della divisione Agritalia, la cui realtà strategica ed operativa risulta ora sostanzialmente integrata con l'insieme delle attività del Gruppo Carraro.

Il contratto di affitto sottoscritto tra Carraro e Agritalia attribuisce a Carraro l'opzione di acquistare il Ramo, comprensivo degli immobili, oppure senza il trasferimento della proprietà dei medesimi, a un prezzo definito sulla base di una perizia di stima. Il contratto prevede che da tale ammontare venga detratto l'importo dei canoni d'affitto già versati e degli investimenti sostenuti da Carraro durante il periodo di affitto.

L'Operazione in oggetto, come configurata nella Relazione, permetterà a Carraro di acquisire il Ramo mediante pagamento in azioni e senza esborsi finanziari.

3 NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

La presente relazione ha la finalità di fornire il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di Carraro, nell'ambito dell'Operazione.

L'Operazione ha implicato per gli Amministratori, al fine di determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'aumento di capitale riservato ad Agritalia, due processi valutativi: il primo necessario per stimare il valore economico del Ramo, il secondo relativo alla valutazione della conferitaria Carraro.

Con riferimento al valore economico del Ramo, gli Amministratori hanno richiamato le risultanze emerse dalle analisi condotte dall'Esperto; tale relazione giurata ha come finalità l'attestazione che il valore economico del complesso di beni oggetto di conferimento in natura sia *"almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo"*.

Con riferimento al valore economico di Carraro, gli Amministratori si sono avvalsi della consulenza del Prof. M. Reboa (il "Consulente") per la predisposizione di dati e riferimenti per le analisi relative al prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'aumento di capitale riservato ad Agritalia.

Nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, secondo quanto precisato nei successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Carraro e del Ramo. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e deve essere unicamente considerata con riferimento alla prospettata Operazione.

Le conclusioni esposte nel presente parere sono inoltre basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte

del parere potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto da Carraro e dal Consulente, che ha assistito gli Amministratori nelle analisi valutative, i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. In particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- copia della perizia di stima ex art. 2343 del Codice Civile afferente il Ramo aziendale Agritalia, predisposta dall'Esperto e datata 9 novembre 2009;
- copia della relazione, predisposta dal Consulente, in merito al prezzo di emissione delle azioni di Carraro nell'ambito dell'Operazione, datata 9 novembre 2009;
- relazione del Consiglio di Amministrazione di Carraro SpA predisposta ai sensi dell'art. 2441, VI° comma, Codice Civile;
- estratto delle proiezioni economico-finanziarie di Carraro e del Ramo per il periodo 2010-2012 e relative note descrittive (anche "proiezioni economico finanziarie"); tale documento è stato illustrato durante il Consiglio di Amministrazione del 12 novembre 2009, che ne ha preso atto;
- dati relativi all'andamento del titolo Carraro nel periodo luglio 2008 – ottobre 2009, forniti dal database Bloomberg;
- ulteriori elementi contabili e statistici, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini del presente parere.

5 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI

Premessa

Nell'ambito della finalità dell'Operazione, ed alla luce di quanto riportato nel paragrafo 3 con particolare riferimento alla sostanziale integrazione delle attività del Ramo con l'attività del Gruppo Carraro, ai fini della determinazione del prezzo di emissione di azioni di Carraro, gli Amministratori, supportati dalle analisi svolte dall'Esperto e dal Consulente, hanno privilegiato metodologie di valutazione patrimoniali e di mercato; in particolare:

- il valore economico del Ramo è stato stimato attraverso il metodo patrimoniale complesso, integrando la valorizzazione risultante dal metodo patrimoniale con la stima del valore di un avviamento generico, come meglio evidenziato nel prossimo paragrafo;
- il valore economico di Carraro è stato determinato con applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa e del metodo del patrimonio netto, le cui risultanze sono state oggetto di verifica attraverso il metodo dell'attualizzazione finanziaria dei flussi di cassa prospettici.

In entrambi i casi i flussi finanziari prospettici adottati si basano sulle proiezioni economico finanziarie contenute nelle proiezioni economico finanziarie.

Determinazione del valore economico del Ramo

Come anticipato, per la determinazione del valore economico del Ramo gli Amministratori hanno ritenuto congruo adottare le risultanze della relazione di stima predisposta dall'Esperto alla data di riferimento del 30 giugno 2009.

L'Esperto ha adottato il metodo patrimoniale complesso, rettificando il patrimonio netto contabile:

- per il maggior valore di mercato delle singole attività comprese nel perimetro di conferimento, pervenendo ad un valore complessivamente rappresentativo del patrimonio netto espresso a valori di mercato;
- per l'ulteriore maggior valore rispetto al patrimonio netto rivalutato determinato attraverso la stima del valore d'uso del Ramo.

Sono state oggetto di rivalutazione da parte dell'Esperto le immobilizzazioni materiali comprese nel Ramo, il cui valore di mercato è stato determinato sulla base di una perizia redatta della società Praxi SpA aggiornata al 31 dicembre 2008 e predisposta ai fini della redazione del bilancio di Agritalia SpA alla medesima data e per la rivalutazione degli immobili prevista dalla Legge 2/2009. Al valore di mercato delle immobilizzazioni al 31 dicembre 2008 sono stati sottratti gli ammortamenti per il periodo gennaio-giugno 2009 e le imposte latenti sul plusvalore fra valore contabile e valore di mercato.

Il valore di mercato delle attività e delle passività oggetto di conferimento (Euro 10,613 milioni) è stato quindi integrato dell'ulteriore maggior valore, pari ad Euro 0,758 milioni, attribuibile al Ramo nella prospettiva del valore d'uso, determinato attraverso la metodologia dell'attualizzazione finanziaria dei flussi di cassa. Gli Amministratori hanno sottolineato nella Relazione che il maggior valore attribuibile al Ramo nella prospettiva del valore d'uso (avviamento) è espressione di componenti intangibili generiche e non valutabili in via analitica, riconducibili al

know-how di prodotto e di processo, ai marchi storici ed alla reputazione.

La tabella seguente riepiloga le risultanze delle analisi condotte dall'Esperto.

Ramo Agritalia (30 giugno 2009)

€/000	Valore netto contabile	Valore corrente	Rettifica fiscale	Valore netto rettificato
Immobilizzazioni immateriali	1	1	-	1
Immobilizzazioni materiali	12.861	16.018	(605)	15.413
Crediti netti verso Carraro SpA	237	237	-	237
Fondo garanzia prodotti	(55)	(55)	-	(55)
Imposte differite attive	17	17	-	17
Totale attività	13.061	16.218	(605)	15.613
Debito finanziario	(5.000)	(5.000)	-	(5.000)
Patrimonio Netto Ramo	8.061	11.218	(605)	10.613
Avviamento				758
Valore economico del Ramo	8.061	11.218	(605)	11.371

Sulla base del patrimonio netto rettificato, gli Amministratori sono pertanto giunti ad attribuire al Ramo un valore economico pari ad Euro 11,371 milioni.

Determinazione del valore economico di Carraro

La stima del valore economico di Carraro è funzionale all'individuazione del prezzo di emissione delle nuove azioni riservate alla conferente Agritalia; il valore economico di Carraro risultante dall'analisi è stato ripartito sul numero di azioni emesse, al netto delle azioni proprie.

Il valore economico per ciascuna azione Carraro è stato determinato dagli Amministratori sulla base:

- del criterio dei prezzi di Borsa, che si basa sull'osservazione dell'andamento del titolo della Società ed esprime le aspettative maturate dagli investitori in relazione alle performance future;

- del criterio del patrimonio netto, che aggancia la stima della Società al valore delle sue consistenze patrimoniali nette determinate al momento della valutazione.

Sulla base dell'analisi dei prezzi di Borsa condotta dagli Amministratori, il valore per azione del titolo Carraro è pari a Euro 2,69, considerando un orizzonte temporale semestrale dal 31 dicembre 2008 al 30 giugno 2009; estendendo l'analisi ad orizzonti temporali differenti (1 mese, 3 mesi, 12 mesi), il valore si attesta tra Euro 2,76 (3 mesi) ed Euro 3,16 (12 mesi).

Gli Amministratori hanno provveduto ad osservare l'andamento dei prezzi di Borsa del titolo Carraro sino all' 11 novembre 2009, rilevando un valore massimo pari ad Euro 3,25 (26 agosto 2009) ed un valore minimo pari ad Euro 2,53 (13 luglio 2009).

Gli Amministratori hanno infine considerato il periodo semestrale antecedente l'11 novembre 2009, in cui il prezzo medio ponderato del titolo Carraro è compreso tra Euro 2,87 (3 mesi) ed Euro 2,63 (minimo ad un giorno).

Con riferimento alla metodologia del patrimonio netto, gli Amministratori hanno analizzato il valore di patrimonio netto di pertinenza di ciascuna azione alle date del 30 giugno 2009 e del 30 settembre 2009, pervenendo rispettivamente a Euro 3,09 e ad Euro 2,70, per azione.

Patrimonio netto per azione	Patrimonio netto contabile *	Numero di azioni **	Patrimonio netto per azione
30 giugno 2009	127.566	41.260	3,09
30 settembre 2009	111.234	41.260	2,70

* In migliaia di Euro

** Migliaia di azioni, al netto delle azioni proprie

Inoltre, il Consulente ha provveduto a verificare la sostenibilità economica del valore determinato attraverso i metodi sopra menzionati mediante, l'applicazione della metodologia dell'attualizzazione finanziaria dei flussi di cassa, facendo riferimento alle proiezioni economico finanziarie.

Sulla base delle analisi sopra evidenziate gli Amministratori hanno deliberato di proporre all'Assemblea straordinaria l'emissione delle nuove azioni a servizio dell'aumento di capitale riservato ad Agritalia ad un prezzo pari ad Euro 2,85 per azione, comprensivo di sovrapprezzo.

6 LIMITI INCONTRATI DAGLI AMMINISTRATORI NEL PROCESSO DI VALUTAZIONE

Ancorché gli Amministratori non abbiano espressamente rilevato, nell'ambito della Relazione, limiti specifici incontrati nello svolgimento delle analisi valutative nel contesto dell'Operazione, di seguito richiamiamo i limiti impliciti di tali analisi valutative, così come menzionati dal Consulente:

- nelle correnti condizioni di instabilità dei mercati finanziari, i prezzi di Borsa non risultano puntualmente espressivi dei fondamentali degli emittenti; l'utilizzo di prezzi medi su diversi orizzonti temporali può parzialmente neutralizzare tali riflessi, pur permanendo nell'andamento dei mercati finanziari incertezze legate allo scenario macroeconomico dei prossimi mesi;
- nonostante i dati previsionali adottati si fondino sulle migliori stime oggi disponibili, lo scostamento rispetto ai valori consuntivi potrebbe essere significativo, anche in ragione di eventi ad oggi non prevedibili, con particolare riferimento all'attuale incertezza del contesto economico; ne consegue che l'applicazione dei dati previsionali a fini valutativi conduce ad una configurazione del valore definita in dottrina come "valore potenziale".

7 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

A seguito del previsto aumento di capitale, Carraro emetterà 3.989.800 nuove azioni ordinarie della medesima categoria di quelle già in circolazione e che avranno godimento regolare.

Il prezzo di emissione è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione, e pertanto proposto all'Assemblea degli Azionisti, in Euro 2,85, di cui Euro 2,33 a titolo di sovrapprezzo.

Valore economico del Ramo (€)	€ per azione	Nr. azioni	Totale
Aumento del capitale sociale	0,52	3.989.800	2.074.696
Aumento della riserva sovrapprezzo	2,33	3.989.800	9.296.234
Totale aumento di capitale	2,85		11.370.930

8 LAVORO SVOLTO

Nel corso del nostro lavoro abbiamo:

- analizzato la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Carraro;
- discusso con l'Esperto in merito alle analisi valutative, al fine di comprendere l'approccio utilizzato, le modalità e le scelte valutative adottate per il Ramo;
- discusso con il Consulente in merito alle analisi valutative, al fine di comprendere l'approccio utilizzato, le modalità e le scelte valutative adottate per Carraro;
- analizzata l'ulteriore documentazione fornita da Carraro, dal Consulente e dall'Esperto;
- verificati i saldi contabili oggetto di conferimento e svolto il riscontro degli stessi con le sottostanti evidenze contabili;
- verificata la completezza e la non contraddittorietà del procedimento seguito e delle motivazioni addotte dal Consiglio di Amministrazione di Carraro nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata", come descritta nel precedente paragrafo 4;
- esaminate criticamente le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione di Carraro, onde riscontrarne il contenuto ragionevole, motivato e non arbitrario;
- verificata la correttezza matematica dei calcoli alla base delle valutazioni sviluppate dal Consiglio di Amministrazione;
- eseguite analisi di sensitività sulle principali assunzioni adottate dagli Amministratori nelle applicazioni metodologiche al fine di comprenderne gli impatti sul previsto aumento di capitale.

Infine, abbiamo ottenuto l'attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle analisi, dalla data del Consiglio di Amministrazione sino alla data odierna, tali da influenzare il prezzo di emissione delle azioni determinato.

9 DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

Riportiamo di seguito le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati

nell'ambito dell'Operazione:

- in considerazione della tipologia di Operazione (aumento di capitale a fronte del conferimento del Ramo), gli Amministratori hanno privilegiato nelle proprie scelte metodologiche l'omogeneità di analisi; avendo il Ramo oggetto di conferimento uno spiccato contenuto patrimoniale e in considerazione della sostanziale integrazione delle attività del Ramo con le attività del Gruppo, per la determinazione del valore economico di Carraro gli Amministratori hanno ritenuto opportuno utilizzare metodologie prevalentemente patrimoniali sia per il Ramo che per Carraro;
- per la determinazione del valore economico di Carraro, gli Amministratori hanno inoltre adottato il metodo di prezzi di Borsa, che possono rappresentare un punto di riferimento per l'investitore di minoranza orientato ad investimenti di breve periodo; le risultanze di tale metodologia sono coerenti con quanto emerge dall'applicazione della metodologia patrimoniale;
- gli Amministratori hanno indicato che le scelte valutative svolte hanno tenuto conto della tutela degli interessi patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione e dell'integrità del capitale sociale della conferitaria.

10 CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro, indicate nella presente relazione, esprimiamo parere favorevole, ai sensi degli artt. 2441, VI° comma del Codice Civile e 158, I° comma del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58, sulla congruità del prezzo di emissione, indicato nella Relazione illustrativa degli Amministratori, pari ad Euro 2,85, per ciascuna delle 3.989.800 nuove azioni di Carraro SpA da emettersi in corrispondenza dell'aumento di capitale riservato ad Agritalia SpA, con esclusione del diritto di opzione per gli altri soci.

Padova, 4 dicembre 2009

PricewaterhouseCoopers SpA



Nicola Piovan
(Revisore contabile)