

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

**Agli Azionisti di
Piaggio & C. S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto e ottavo comma, del Codice Civile e, in considerazione dell'entità delle azioni di nuova emissione, dell'art. 134, secondo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Piaggio & C. S.p.A. (nel seguito "Piaggio" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione redatta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori" o la "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando il criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di Piaggio con esclusione del diritto di opzione, a pagamento ed in via scindibile, da perfezionarsi mediante emissione di n. 5.220.000 nuove azioni ordinarie Piaggio, prive di valore nominale, godimento regolare, da riservare a *manager* di Piaggio e sue società controllate ai sensi dell'art. 2441, quinto ed ottavo comma, del Codice Civile e dell'art. 134, secondo comma, TUIF, nell'ambito del piano di *stock options* meglio descritto al successivo paragrafo 2.

La proposta del suddetto aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in prima convocazione per il giorno 12 aprile 2010 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 16 aprile 2010.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio e consolidato di Piaggio, ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni della Società, nonché sulla sua corretta applicazione.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, l'operazione di aumento di capitale oggetto del presente parere si inserisce nell'ambito della proposta di modifica del piano di *stock options* riservato al *top management* di Piaggio e delle società dalla medesima controllate (di seguito, il "Gruppo"), approvato dall'Assemblea della Società in data 7 maggio 2007.

Gli Amministratori hanno in effetti ricordato che l'Assemblea ordinaria della Società del 7 maggio 2007, su proposta del Consiglio di Amministrazione dell'11 aprile 2007, ha approvato un piano di incentivazione (di seguito, il "Piano") riservato ai dirigenti della Società e di società dalla stessa controllate, nonché agli amministratori con deleghe delle predette società controllate, mediante assegnazione gratuita di diritti di opzione validi per l'acquisto di azioni ordinarie Piaggio in portafoglio della Società, nel rapporto di n. 1 azione per ogni n. 1 opzione esercitata, ad un prezzo fissato in misura pari alla media aritmetica dei prezzi di borsa rilevati nel mese precedente alla data di assegnazione delle opzioni ("valore normale" ai sensi della normativa fiscale).

Il Piano prevedeva dunque che, al servizio delle opzioni, venissero utilizzate azioni proprie in portafoglio della Società e, in tale contesto, l'Assemblea dei soci del 7 maggio 2007 aveva espressamente autorizzato le operazioni di acquisto e disposizione di azioni proprie a ciò finalizzate.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, il Piano ha altresì attribuito all'Amministratore Delegato il potere di individuare di volta in volta i beneficiari cui assegnare le opzioni (i "Beneficiari"), in funzione del ruolo e della responsabilità di ciascuno di essi nell'ambito della struttura organizzativa del Gruppo Piaggio, nonché il potere di determinare il quantitativo di opzioni da assegnare ai medesimi, procedendo alle relative assegnazioni.

Gli Amministratori riferiscono che il Piano persegue finalità di incentivazione e fidelizzazione del *top management* del Gruppo, nella prospettiva di una creazione di valore di cui possano beneficiare sia la stessa Società sia i suoi azionisti.

Il Consiglio di Amministrazione della Società, riunitosi in data 18 dicembre 2009, rilevato che una prima *tranche* di opzioni assegnate nel luglio 2007 ad alcuni *manager* del Gruppo era prossima alla scadenza e preso atto che il relativo valore di esercizio era disallineato rispetto ai corsi di borsa del titolo Piaggio, con conseguente perdita di efficacia degli obiettivi di incentivazione perseguiti dal Piano, ha deliberato di procedere alla cancellazione di dette opzioni assegnate nel luglio 2007 e di procedere alla loro sostituzione mediante una nuova assegnazione di opzioni, con il consenso dei Beneficiari interessati ai sensi dell'art. 16 del Regolamento del Piano.

Le nuove opzioni, in sostituzione di quelle annullate, sono state quindi assegnate, secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, in due diverse *tranches* rispettivamente in data 18 dicembre 2009 (la "Quinta Tranche", per 4.720.000 opzioni) e in data 4 gennaio 2010 (la "Sesta Tranche", per n. 500.000 opzioni).

Le opzioni sono quindi state riassegnate in data antecedente a quella del Consiglio di Amministrazione che ha deliberato il proposto aumento di capitale sociale (26 febbraio 2010).

I rispettivi prezzi di esercizio, determinati in conformità al criterio stabilito dal Piano (media aritmetica dei prezzi di borsa rilevati nel mese precedente alla data di assegnazione delle opzioni), sono stati fissati dal Consiglio di Amministrazione della Società in Euro 1,826 quanto alle opzioni della Quinta Tranche e in Euro 1,892 con riguardo alle opzioni della Sesta Tranche. Le opzioni della Quinta Tranche saranno esercitabili dal 18 dicembre 2012 sino al 18 dicembre 2014, mentre le opzioni della Sesta Tranche saranno esercitabili dal 4 gennaio 2013 sino al 4 gennaio 2015, fermi restando in ogni caso i periodi di esercizio stabiliti nel Piano.

Gli Amministratori segnalano inoltre che tutti i Beneficiari titolari di opzioni assegnate nell'ambito della Quinta Tranche e della Sesta Tranche sono legati, alla Società o alle società del Gruppo, da un rapporto di lavoro dipendente.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, a seguito delle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione del 18 dicembre 2009, risultano assegnate complessive n. 8.520.000 opzioni in sei diverse *tranches*.

Le precedenti quattro *tranches*, per complessive 3.300.000 opzioni, sono state assegnate rispettivamente in data 31 luglio 2008 per n. 2.360.000 opzioni, in data 3 ottobre 2008 per n. 300.000 opzioni, in data 15 gennaio 2009 per n. 390.000 opzioni e in data 11 maggio 2009 per n. 250.000 opzioni (le "Precedenti Quattro Tranches").

Gli Amministratori riferiscono quindi che il Consiglio di Amministrazione di Piaggio del 26 febbraio 2010 ha deliberato di proporre alla prossima Assemblea della Società, convocata per il 12 aprile 2010 in prima convocazione e per il 16 aprile 2010 in seconda convocazione, di modificare il Piano, limitatamente alle modalità di attribuzione delle azioni Piaggio ai Beneficiari attualmente titolari di opzioni assegnate nell'ambito della Quinta Tranche e della Sesta Tranche.

Tale proposta di modifica consentirebbe alla Società di assegnare a detti Beneficiari, invece di azioni proprie in portafoglio della Società come originariamente previsto dalla delibera del 7 maggio 2007, azioni di nuova emissione rivenienti da un aumento del capitale sociale, a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto ed ottavo comma, del Codice Civile e, in considerazione dell'entità delle azioni di nuova emissione, dell'articolo 134, secondo comma, TUIF.

Pertanto, gli Amministratori riferiscono che:

- (i) ai Beneficiari titolari delle n. 4.720.000 opzioni assegnate nell'ambito della Quinta Tranche verranno riservate in sottoscrizione massime n. 4.720.000 azioni di nuova emissione, secondo il rapporto di assegnazione di una azione ogni opzione esercitata, al prezzo di Euro 1,826 per azione (di cui Euro 1,27209 a titolo di sovrapprezzo), pari alla media aritmetica dei prezzi di borsa del titolo Piaggio rilevati nel mese precedente al 18 dicembre 2009, data in cui sono state assegnate le opzioni della Quinta Tranche;
- (ii) ai Beneficiari titolari delle n. 500.000 opzioni assegnate nell'ambito della Sesta Tranche verranno riservate in sottoscrizione massime n. 500.000 azioni di nuova emissione, secondo il rapporto di assegnazione di una azione ogni opzione esercitata, al prezzo di Euro 1,892 per azione (di cui Euro 1,33809 a titolo di sovrapprezzo), pari alla media aritmetica dei prezzi di borsa del titolo Piaggio rilevati nel mese precedente al 4 gennaio 2010, data in cui sono state assegnate le opzioni della Sesta Tranche.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, l'aumento di capitale proposto, a pagamento e in via scindibile, comporterà l'emissione di massime 5.220.000 nuove azioni, per un importo complessivo di massimi nominali Euro 2.891.410,20, oltre a Euro 6.673.309,80 a titolo di sovrapprezzo. Gli Amministratori segnalano inoltre che l'aumento di capitale riservato ai beneficiari del Piano, in caso di integrale sottoscrizione, determinerà in capo agli azionisti esclusi dal diritto di opzione una diluizione massima pari all'1,4%.

Nella Relazione degli Amministratori si precisa inoltre espressamente che la proposta di modifica del Piano non riguarda le modalità di attribuzione di azioni ai Beneficiari delle complessive n. 3.300.000 opzioni assegnate nell'ambito delle Precedenti Quattro Tranche. Pertanto, gli amministratori sottolineano che a tali Beneficiari, in caso di esercizio delle opzioni, verranno assegnate azioni proprie in portafoglio della Società, sempre sulla base del rapporto di assegnazione di una azione ogni opzione esercitata e al prezzo di acquisto determinato dall'Assemblea del 7 maggio 2007.

Gli Amministratori sottolineano inoltre che sarà sottoposta all'approvazione della prossima Assemblea della Società, in sede straordinaria, la proposta di annullamento, previa eliminazione del valore nominale espresso delle azioni ordinarie in circolazione e conseguenti modifiche statutarie, delle restanti azioni proprie precedentemente acquistate dalla Società e detenute in portafoglio anche in vista del possibile esercizio delle opzioni assegnate nell'ambito del Piano, in eccesso rispetto alle 3.300.000 azioni vincolate all'esercizio delle soprarichiamate opzioni delle Precedenti Quattro Tranche.

Gli Amministratori riferiscono che il proposto aumento di capitale è finalizzato a soddisfare i medesimi interessi sottesi alla adozione del Piano ed alla sua modificazione, sottoposta all'approvazione della prossima Assemblea in sede ordinaria, vale a dire l'incentivazione e fidelizzazione del *top management* del Gruppo, in un'ottica di creazione di valore di cui possano beneficiare sia la Società sia i suoi azionisti.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione in data 11 aprile 2007, che ha adottato le deliberazioni inerenti la proposta del Piano da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti;
- Estratto del Verbale dell'Assemblea ordinaria del 7 maggio 2007, che ha deliberato l'approvazione del Piano;
- Estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione del 18 dicembre 2009, che ha adottato le deliberazioni inerenti la cancellazione e sostituzione delle opzioni assegnate nel luglio 2007;
- Estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione del 26 febbraio 2010, che ha adottato le deliberazioni inerenti la modifica del Piano e l'approvazione della proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto ed ottavo comma,

del Codice Civile e dell'art. 134, secondo comma, TUIF da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata, in prima convocazione, per il 12 aprile 2010;

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, per la proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto ed ottavo comma, del Codice Civile e dell'art. 134, secondo comma, TUIF, sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società convocata, in prima convocazione, per il 12 aprile 2010
- Regolamento del Piano;
- Documento informativo relativo al Piano predisposto dalla Società ai sensi dell'art. 84-bis Regolamento Consob n. 19771/1999 e successivi aggiornamenti del suddetto documento informativo;
- bilanci di esercizio e consolidati di Piaggio al 31 dicembre 2008 e al 31 dicembre 2009, da noi assoggettati a revisione contabile, le cui relazioni di revisione sono state emesse rispettivamente in data 5 marzo 2009 e 10 marzo 2010;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Piaggio registrati all'interno dell'arco temporale di centottanta giorni antecedenti la data del Consiglio di Amministrazione del 26 febbraio 2010;
- documentazione contenente il dettaglio delle azioni proprie in portafoglio della Società e delle opzioni assegnate;
- comunicati stampa della Società in data 26 febbraio 2010 e in data 10 marzo 2010;
- Statuto della Società, nei limiti e per le finalità connesse allo svolgimento del presente lavoro;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 26 marzo 2010, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Piaggio, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come anticipato, il prezzo di esercizio delle opzioni assegnate ai Beneficiari della Quinta Tranche e della Sesta Tranche è stato determinato secondo il criterio stabilito nel Piano con la delibera del 7 maggio 2007. Tale criterio è rappresentato dalla media aritmetica dei prezzi di borsa rilevati nel mese precedente la data di assegnazione delle opzioni (rispettivamente, 18 dicembre 2009 per la Quinta Tranche e 4 gennaio 2010 per la Sesta Tranche).



Gli Amministratori, hanno quindi adottato, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dal proposto aumento di capitale riservato ai Beneficiari (in sostituzione delle azioni proprie in portafoglio della Società come originariamente previsto dalla delibera del 7 maggio 2007), il medesimo criterio previsto nel Piano per la determinazione del prezzo di esercizio delle opzioni. Più precisamente, il Consiglio di Amministrazione ha adottato, quale criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, la media aritmetica dei prezzi di borsa delle azioni Piaggio rilevati nel mese precedente la data di assegnazione delle opzioni, che rappresenta il cd. "valore normale" ai sensi della normativa fiscale.

In considerazione dell'applicazione del criterio prescelto dagli Amministratori (corrispondente al criterio individuato nel Piano per l'esercizio delle opzioni), il proposto aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione prevede dunque l'emissione di:

(i) massime n. 4.720.000 azioni riservate in sottoscrizione ai Beneficiari delle opzioni assegnate nell'ambito della Quinta Tranche, al prezzo di esercizio di Euro 1,826 (di cui Euro 1,27209 a titolo di sovrapprezzo) e di

(ii) massime n. 500.000 azioni riservate in sottoscrizione ai Beneficiari delle opzioni assegnate nell'ambito della Sesta Tranche, al prezzo di esercizio di Euro 1,892 (di cui Euro 1,33809 a titolo di sovrapprezzo).

Da quanto emerge dalla Relazione degli Amministratori, questi ultimi non hanno ritenuto di applicare metodologie valutative diverse dal metodo delle quotazioni di borsa, ma hanno evidenziato che (i) il criterio dagli stessi individuato è considerato pacificamente idoneo ad esprimere una congrua valorizzazione delle azioni, e così pure della Società, nel contesto di operazioni di incentivazione azionaria rivolte ai dipendenti e che (ii) il proposto aumento di capitale soddisfa i medesimi interessi sottesi all'adozione del Piano ed al suo aggiornamento, ove approvato dall'Assemblea ordinaria degli Azionisti.

Nell'ambito del Documento informativo relativo al Piano predisposto dalla Società ai sensi dell'art. 84-bis Regolamento Consob n. 19771/1999, richiamato nella Relazione degli Amministratori, è altresì precisato che *"l'ampiezza dell'arco temporale preso in esame per il calcolo del prezzo di esercizio è tale da scongiurare che l'assegnazione possa essere influenzata in modo significativo dall'eventuale diffusione di informazioni rilevanti ex art. 114, comma 1, TUF"*.

Gli Amministratori hanno inoltre inserito nella loro Relazione, per maggiore informazione, un'apposita tabella che riporta i risultati delle medie aritmetiche dei prezzi ufficiali di borsa delle azioni Piaggio nei diversi archi temporali sotto indicati (media a trenta, novanta e centottanta giorni) antecedenti il 26 febbraio 2010, data del Consiglio di Amministrazione che ha deliberato la proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto ed ottavo comma, del Codice Civile e dell'art. 134 TUIF da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti:

PERIODO	MEDIA (EURO)
27.1.2010 – 25.2.2010	1.943
30.11.2009 – 25.2.2010	1.933
31.8.2009 – 25.2.2010	1.801

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla scelta del criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni assegnate in sottoscrizione ai Beneficiari delle opzioni della Quinta Tranche e del prezzo di emissione delle nuove azioni assegnate in sottoscrizione ai Beneficiari delle opzioni della Sesta Tranche del Piano, nonché in relazione all'applicazione del suddetto criterio.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, in applicazione della metodologia prescelta, vale a dire la media aritmetica dei prezzi ufficiali di borsa delle azioni Piaggio rilevati nel mese precedente la data di assegnazione delle opzioni, gli Amministratori hanno determinato il prezzo di emissione delle nuove azioni come segue:

(i) Euro 1,826 (di cui Euro 1,27209 a titolo di sovrapprezzo) per le massime n. 4.720.000 azioni riservate in sottoscrizione ai Beneficiari di opzioni assegnate nell'ambito della Quinta Tranche e

(ii) Euro 1,892 per azione (di cui Euro 1,33809 a titolo di sovrapprezzo) per le massime n. 500.000 azioni riservate in sottoscrizione ai Beneficiari di opzioni assegnate nell'ambito della Sesta Tranche.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo in particolare:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società in data 26 febbraio 2010;
- analizzato il contenuto della Relazione degli Amministratori concernente la proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione riservato ai Beneficiari delle opzioni assegnate alla Quinta Tranche ed alla Sesta Tranche del Piano;
- svolto un esame critico del criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- analizzato il regolamento del Piano;
- analizzato le motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio, sotto un profilo di completezza e non contraddittorietà, tenuto anche conto della complessiva operazione prevista dal Piano, nel quale il proposto aumento di capitale si inserisce;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ordinarie di Piaggio nel corso dei sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni Piaggio nei sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo in diversi intervalli all'interno dell'arco temporale di sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificato l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento, nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione del criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione;



- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la Relazione degli Amministratori, con riferimento 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 sui risultati delle valutazioni;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della 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;

9 COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori e sinteticamente ricordato nel precedente paragrafo 2, il proposto aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione è riservato ai Beneficiari delle opzioni assegnate nell'ambito della Quinta Tranche e della Sesta Tranche previste dal Piano.

Tali Beneficiari, in caso di esercizio delle opzioni, sottoscriveranno azioni di nuova emissione, in sostituzione di azioni proprie in portafoglio della Società, come era originariamente previsto dal Piano stesso.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, le nuove azioni saranno emesse secondo il rapporto di assegnazione indicato nel Piano (n. 1 azione ogni n. 1 opzione esercitata), al prezzo di emissione derivante dall'applicazione del criterio stabilito nel Piano medesimo per l'esercizio delle opzioni.

In considerazione delle specifiche caratteristiche del proposto aumento di capitale, che prevede due diversi prezzi di emissione delle nuove azioni (in ragione della diversa data di assegnazione delle opzioni a favore delle due *tranche* interessate), il presente parere viene espresso sulla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, del criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione (i) del prezzo di emissione delle azioni assegnate ai Beneficiari delle opzioni della Quinta Tranche e (ii), del prezzo di emissione delle azioni destinate ai Beneficiari delle opzioni della Sesta Tranche, nonché sulla corretta applicazione, in entrambi i casi, del suddetto criterio. Peraltro, si segnala che i due prezzi di emissione sopra richiamati si discostano tra loro in misura non significativa.

La Relazione degli Amministratori che illustra il proposto aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche effettuate dal Consiglio di Amministrazione ed il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti del proposto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori:

- Il riferimento ai corsi di Borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate.

Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Tale valore costituisce un punto di riferimento tanto più significativo quando, come nel caso di Piaggio, i volumi trattati ed i prezzi negoziati per le azioni siano il risultato di un numero elevato e continuativo di negoziazioni, poste in essere da soggetti economici operanti sul mercato in assenza di condizionamenti esterni e circostanze straordinarie. In mercati finanziari che presentano normali livelli di efficienza, i prezzi che si vengono a formare per azioni dotate di un buon grado di liquidità e che sono scambiate con volumi significativi tendono a riflettere il valore economico teoricamente attribuibile alla società emittente mediante l'elaborazione di metodologie valutative diverse.

- L'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile.
- Il metodo proposto dal Consiglio di Amministrazione, basato sulle quotazioni di borsa del mese precedente la data di assegnazione delle opzioni, trova riscontro anche nelle previsioni della normativa fiscale, che identifica il valore normale delle opzioni attribuite ai beneficiari del piano sulla base del medesimo criterio.
- L'orizzonte temporale prescelto dagli Amministratori consente inoltre di minimizzare l'insorgere del rischio che il prezzo di emissione non incorpori informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e del contesto di riferimento alla data di assegnazione delle opzioni.
- La scelta degli Amministratori di adottare la media dei prezzi ufficiali di borsa delle azioni ordinarie Piaggio registrati presso il mercato telematico azionario nel mese precedente la data di assegnazione delle opzioni risulta, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. Tale scelta appare in linea, oltre che con la prassi invalsa per tale tipologia di operazioni, anche con la dottrina espressasi sul punto.
- L'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi di mercato, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema che ne supporta l'applicazione.
- La scelta degli Amministratori di utilizzare una media aritmetica, anziché una media ponderata con riguardo ai volumi scambiati, appare conforme alle posizioni assunte dalla prassi sin qui invalsa per tale tipologia di operazioni. In ogni caso, come risulta dalla tabella che segue, le osservazioni svolte sui corsi di Borsa del titolo registrati nei differenti intervalli presi in considerazione all'interno dell'arco temporale di centottanta giorni antecedenti la data di assegnazione delle opzioni dimostrano una sostanziale coincidenza con i risultati che sarebbero scaturiti laddove gli Amministratori avessero invece utilizzato una media ponderata.



Piaggio & C S.p.A. <i>Dati in Euro</i>	Media Aritmetica	Media Ponderata
--	-----------------------------	----------------------------

Prezzo medio al 18 dicembre 2009

Media 30 giorni precedenti	1,826	1,835
Media 90 giorni precedenti	1,746	1,746
Media 180 giorni precedenti	1,607	1,673

**Prezzo medio al 4 gennaio
2010**

Media 30 giorni precedenti	1,892	1,894
Media 90 giorni precedenti	1,809	1,779
Media 180 giorni precedenti	1,644	1,693

- Gli Amministratori hanno inoltre provveduto ad inserire nella loro Relazione, con la finalità di fornire maggiore informazione agli Azionisti, anche un'apposita tabella che riporta i risultati delle medie aritmetiche dei prezzi ufficiali di borsa delle azioni Piaggio negli archi temporali a trenta, novanta e centottanta giorni antecedenti il 26 febbraio 2010, data del Consiglio di amministrazione che ha deliberato il proposto aumento del capitale sociale). Al riguardo, si rileva che il prezzo di emissione delle nuove azioni (in relazione alla Quinta ed alla Sesta Tranche del Piano) risultante dall'applicazione del criterio individuato dagli Amministratori è sostanzialmente in linea con i valori risultanti dall'adozione di un differente orizzonte temporale (pari a trenta, novanta e centottanta giorni antecedenti il 26 febbraio 2010), con uno scostamento massimo pari al 6,4%, fornendo in tal modo ulteriore supporto in ordine all'adeguatezza e non arbitrarietà della scelta metodologica compiuta dagli Amministratori, nelle circostanze, tenuto conto dell'operazione prevista dal Piano nel suo complesso.

Piaggio & C S.p.A. <i>Dati in Euro</i>	
--	--

Prezzo per azione V° Tranche	1,826
Prezzo per azione VI° Tranche	1,892

Prezzo medio al 26 febbraio 2010

Media 30 giorni precedenti	1,943
Media 90 giorni precedenti	1,933
Media 180 giorni precedenti	1,801

- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito del metodo di valutazione adottato, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia adottata confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- Come anticipato, gli Amministratori non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative diverse dal metodo delle quotazioni di borsa, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo. Nella fattispecie, detta decisione non appare arbitraria, in quanto tiene conto della circostanza che il proposto aumento di capitale si inserisce nel complesso del Piano già approvato dall'Assemblea degli Azionisti del 7 maggio 2007 e finalizzato all'obiettivo di

incentivazione e fidelizzazione dei *managers* destinatari delle opzioni ed è altresì in linea con la prassi consolidata per tale tipologia di operazioni.

- In considerazione della specifica destinazione dei Piani, volti ad incentivare il *management* che riveste ruoli di elevata responsabilità nella gestione delle società del gruppo, va osservato che le modalità proposte dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni appaiono, nelle circostanze, adeguate, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, in quanto non risentono di fattori soggettivi connessi alla scelta, da parte degli Amministratori, di assunzioni di base e parametri (quali, a titolo esemplificativo, tassi, *comparables*, previsioni di sviluppo), più tipicamente riconducibili ad altre metodologie valutative.
- Si segnala infine che le Precedenti Quattro Tranche del Piano non interferiscono con le valutazioni degli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione, in quanto, come anticipato al precedente paragrafo 2, al servizio dell'esercizio delle relative opzioni rimane vincolato un numero corrispondente di azioni proprie in portafoglio alla Società.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

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

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:

- le valutazioni basate sulle quotazioni di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono pertanto evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Inoltre, ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società.
- In considerazione delle specifiche caratteristiche del proposto aumento di capitale, che prevede due diversi prezzi di emissione delle nuove azioni (in ragione dell'applicazione del medesimo criterio alle diverse date di assegnazione delle opzioni delle due *tranche* interessate), il presente parere viene espresso sulla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di detto criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione sia del prezzo di emissione delle azioni assegnate ai Beneficiari delle opzioni della Quinta Tranche, sia del prezzo di emissione delle azioni destinate ai Beneficiari delle opzioni della Sesta Tranche, nonché sulla corretta applicazione, in entrambi i casi, del suddetto criterio. Peraltro, i due prezzi di emissione sopra richiamati si discostano tra loro in misura non significativa.

Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- l'andamento del titolo della Società ha evidenziato nel periodo antecedente le date di assegnazione delle opzioni un indice di volatilità superiore a quello del mercato di riferimento.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà del sottoscrittore, una volta esercitate le opzioni, di riallocare le suddette azioni sul mercato.

- Il criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni fa riferimento, in linea con la prassi invalsa in operazioni similari, alla media dei prezzi ufficiali del titolo registrati in un orizzonte temporale antecedente la data di assegnazione delle opzioni. Nel caso di specie, l'operazione proposta presenta una propria specificità rispetto alla prassi più comunemente riscontrabile per tali operazioni. In effetti, come già ricordato al precedente paragrafo 2, le date di assegnazione delle opzioni per la Quinta Tranche (18 dicembre 2009) e la Sesta Tranche (4 gennaio 2010) interessate dal proposto aumento di capitale sono anteriori alla data dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti chiamata a deliberare in ordine al proposto aumento di capitale (12 aprile 2010 in prima convocazione), nonché alla data del Consiglio di Amministrazione che ha individuato il suddetto criterio (26 febbraio 2010).

Ciò con la conseguenza che, nel caso di specie, a differenza della prassi generalmente riscontrata, gli Amministratori propongono, in relazione alle suddette *tranches*, un prezzo di emissione delle azioni già individuato in applicazione del suddetto criterio.

Nelle specifiche circostanze, peraltro, tale peculiarità si ricollega alla cancellazione e sostituzione, da parte degli Amministratori, di una *tranche* di opzioni assegnate nel luglio 2007 nell'ambito del Piano, deliberate dal Consiglio di Amministrazione in data 18 dicembre 2009 ed alle connesse proposte di modifica del Piano che verranno sottoposte all'approvazione dell'Assemblea ordinaria degli Azionisti. Ciò tenuto conto che il proposto aumento di capitale si inserisce nel contesto del Piano nel suo complesso finalizzato all'incentivazione e fidelizzazione dei *managers* Beneficiari delle opzioni assegnate nell'ambito del Piano medesimo.

- Sempre con riferimento alla specificità dell'operazione sopra richiamata, si segnala che i prezzi di emissione determinati dagli Amministratori in applicazione del criterio proposto, secondo quanto emerge dalla loro Relazione, risultano inferiori, pur in misura non significativa (scostamento massimo del 6,4%), rispetto ai valori risultanti dall'applicazione del medesimo criterio con riferimento ad un arco temporale più prossimo alla data del Consiglio di Amministrazione del 26 febbraio 2010, che ha deliberato la proposta di aumento del capitale.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopraindicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione (i) del prezzo di emissione, pari a Euro 1,826 (di cui Euro 1,27209 a titolo di sovrapprezzo) per le massime n. 4.720.000 nuove azioni da emettersi a servizio dell'esercizio delle opzioni di cui alla Quinta Tranche del Piano e (ii) del prezzo di emissione, pari a Euro 1,892 (di cui Euro 1,33809 a titolo di sovrapprezzo) per le massime n. 500.000 nuove azioni da emettersi a servizio dell'esercizio delle opzioni di cui alla Sesta Tranche del Piano, nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato ai Beneficiari del Piano medesimo.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Paolo Guglielmetti
Socio

Firenze, 26 marzo 2010