

Relazione della società di revisione sulla corrispondenza al valore di mercato del prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice CivileAgli Azionisti della
AISoftw@re S.p.A.**1 Motivo ed oggetto dell'incarico**

In relazione alla proposta di aumento del capitale sociale, in forma scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, cod. civ., qui di seguito descritta, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di AISoftw@re S.p.A., società con azioni quotate presso il Nuovo Mercato gestito da Borsa Italiana S.p.A. (di seguito, anche "AISoftw@re", ovvero la "Società"), la relazione predisposta in data 28 febbraio 2005 dall'organo amministrativo della Società (di seguito, anche solo gli "Amministratori"), che illustra i termini della prospettata operazione (di seguito, anche solo la "Relazione").

Tale operazione prevede l'emissione, nel limite massimo del 10% del capitale sociale preesistente, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, cod. civ., di massime n. 1.408.896 azioni ordinarie del valore nominale di € 0,52 cadauna, godimento regolare, per un importo nominale complessivo pari a massimi € 732.625,92, oltre ad eventuale sovrapprezzo, da offrirsi in sottoscrizione ad un investitore istituzionale italiano, individuato dagli Amministratori in Twice SIM S.p.A. (di seguito, anche solo "Twice").

La suddetta emissione dovrà essere realizzata a cura dell'organo amministrativo in più *tranches* distinte, entro e non oltre 12 mesi dalla data della delibera assembleare.

In proposito, la proposta di aumento del capitale sociale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, convocata per il giorno 6 aprile 2005, in prima convocazione, per il giorno 7 aprile 2005, in seconda convocazione, e, occorrendo, per il giorno 8 aprile 2005, in terza convocazione.

Ai sensi degli artt. 2441, quarto comma, secondo periodo, Codice Civile e 158 D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, anche "TUF"), esprimiamo nel seguito il nostro parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni AISoftw@re al valore di mercato delle azioni stesse, ovvero, nelle circostanze e come di seguito descritto, sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse in relazione a ciascuna *tranche* di esecuzione del suddetto aumento di capitale.

In sintesi, gli Amministratori propongono che il prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dal proposto aumento di capitale riservato sia determinato tramite applicazione di un criterio fondato su i) i prezzi rilevati sul Nuovo Mercato; ii) l'applicazione di uno sconto; iii) un valore minimo di ciascuna *tranche* di emissione e iv) un valore minimo dell'aumento di capitale complessivo, come di seguito illustrato nel dettaglio al successivo paragrafo 4.

Gli Amministratori riferiscono inoltre nella loro Relazione che l'aumento di capitale in esame è volto a rafforzare la struttura finanziaria e patrimoniale del Gruppo facente capo alla Società (di seguito, il "Gruppo AI Softw@re", ovvero il "Gruppo").

Il suddetto aumento di capitale e le relative modalità di esecuzione, secondo quanto riferito dal Consiglio di Amministrazione, "garantirebbe (...)

- *l'esito positivo dell'operazione, stante l'impegno a sottoscrivere da parte dell'istituzione finanziaria;*
- *il reperimento con celerità e speditezza dei mezzi finanziari necessari a perseguire gli obiettivi di cui innanzi, ritenuti strategici dal Consiglio di Amministrazione;*
- *la possibilità di ridurre sensibilmente i costi relativi all'operazione, nonché gli adempimenti ad essa conseguenti, che sarebbero ben più gravosi per la Società in caso di appello al pubblico risparmio e sollecitazione all'investimento;*
- *la possibilità di assicurarsi l'assistenza e la collaborazione di intermediari finanziari di comprovate esperienza e professionalità;*
- *la possibilità di ampliare e diversificare la base azionaria della Società, con l'eventuale l'ingresso di istituzioni finanziarie ed investitori istituzionali" (cfr. Relazione pag. 3).*

Non sono previsti vincoli di indisponibilità sulle azioni di nuova emissione assegnate in sede di collocamento.

2 Natura e portata della presente relazione

Il proposto aumento di capitale, deliberato nei limiti del 10% del capitale preesistente della Società, è privo del diritto di opzione ai sensi dell' art. 2441, quarto comma, secondo periodo, cod. civ., coerentemente con le previsioni statutarie vigenti della Società.

Con riferimento all'ulteriore requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, il Consiglio di Amministrazione, nella fattispecie in esame, ha ritenuto di proporre all'Assemblea non già la determinazione di un prezzo "finale" di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse, quanto piuttosto la determinazione del criterio cui il Consiglio stesso dovrà attenersi in occasione di ciascuna *tranche* esecutiva dell'aumento di capitale, tenuto conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale e la sua concreta esecuzione.

Pertanto, in considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione sopra delineate, il nostro parere viene espresso, al fine di una idonea informazione degli Azionisti sulla proposta di aumento di capitale in esame, esclusivamente in relazione all'adeguatezza del criterio utilizzato dagli Amministratori per individuare un prezzo di emissione delle nuove azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse in relazione a ciascuna *tranche* di esecuzione del suddetto aumento di capitale.

La presente relazione indica pertanto il criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza di tale criterio, in quanto nella circostanze ragionevole e non arbitrario.

Nell'esaminare il criterio adottato dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

3 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente dalla Società o per suo tramite, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. In particolare:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, redatta in conformità all'allegato 3, schema 2, ai sensi degli artt. 72 e 92 del Regolamento Consob n. 11971/99 e successive modifiche;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni AISoftw@re registrate sul Nuovo Mercato sino alla data della presente relazione ed altre informazioni, quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri (*fonte: Bloomberg*);
- bozza di accordo di *Step-up Equity Offering* tra la società e Twice che, secondo le informazioni forniteci dagli Amministratori della Società, è stato già raggiunto e sarà formalmente sottoscritto tra le parti a seguito dell'approvazione del proposto aumento di capitale, fermo restando che l'efficacia del suddetto accordo sarà in ogni caso subordinata al verificarsi di talune condizioni di natura sospensiva e risolutiva (cfr. successivo paragrafo 4);
- relazione semestrale del Gruppo AISoftw@re al 30 giugno 2004 e relativa relazione di revisione contabile limitata da noi emessa in data 29 ottobre 2004;
- progetti di bilancio civilistico e consolidato di AISoftw@re al 31 dicembre 2004 predisposti dagli Amministratori, sui quali è tuttora in corso lo svolgimento delle procedure di revisione contabile;
- statuto della Società, per le finalità di cui al presente lavoro.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione, mediante lettera rilasciata dal legale rappresentante della Società in data 18 marzo 2005, che, per quanto a sua conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4 Il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni

L'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, cod. civ., consente alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, qualora lo statuto sociale lo preveda, di escludere il diritto di opzione *nei limiti del 10 per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile.*

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, al riguardo, che lo strumento più idoneo a soddisfare nel breve le esigenze della Società sia un'operazione di aumento di capitale, in base alla quale la Società, nel corso del periodo di esecuzione dell'aumento stesso, offrirà in sottoscrizione a Twice, azioni ordinarie di nuova emissione. L'esecuzione dell'aumento di capitale avverrà in distinte *tranches* esecutive dell'aumento (per un ammontare massimo di ciascuna *tranche* pari a n. 704.448 azioni, corrispondente al 50% dell'ammontare complessivo del proposto aumento di capitale). Ciò, come già anticipato, in conformità con i contenuti di un accordo che, secondo quanto riferito dagli Amministratori, è stato *"già raggiunto e che verrà sottoscritto tra la Società e Twice a seguito dell'approvazione del proposto aumento di capitale"* (cfr. Relazione, pag. 2).

Pertanto, come ricordato, l'efficacia di detto accordo sarà subordinata al verificarsi di determinate condizioni sospensive, qui di seguito riepilogate:

- l'impegno è subordinato alla consegna a Twice, contestualmente alla sottoscrizione dell'accordo da parte dei consulenti legali di AISoftw@re di un parere legale;
- l'emittente ha adempiuto pienamente a tutti i doveri ed obblighi derivanti dall'accordo e, in particolare, ha corrisposto a Twice tutte le commissioni maturate;
- le dichiarazioni e le garanzie dell'emittente sono vere e corrette;
- sono trascorsi almeno cinque giorni lavorativi dalla data di chiusura del Periodo di Riferimento immediatamente precedente;
- la quotazione delle Azioni Ordinarie sul Nuovo Mercato non è stata sospesa né è stata paventata tale sospensione da parte delle competenti Autorità;
- tutte le nuove azioni oggetto delle precedenti emissioni sono state regolarmente emesse e sono negoziate sul Nuovo Mercato;
- Twice ha nella propria disponibilità un numero di azioni ordinarie pari a circa 700.000 azioni, ricevute in prestito dal titolare delle stesse, Prof. Francesco Gardin, azionista dell'emittente;
- non si è verificato alcun potenziale caso di risoluzione previsto dall'accordo;
- non è stata annunciata, e non è in corso, alcuna offerta pubblica di acquisto o scambio per le azioni ordinarie;
- Twice ha ricevuto da parte dei consulenti legali di AISoftw@re ulteriore parere legale aggiornato alla data di notifica dell'emissione.

L'accordo prevede inoltre, tra i potenziali casi di risoluzione, l'ipotesi in cui la società incaricata della revisione del bilancio dell'emittente abbia espresso un giudizio negativo oppure abbia rilasciato una dichiarazione di impossibilità ad esprimere un giudizio sul bilancio o sulla relazione semestrale dell'emittente stessa.

Ciò premesso, secondo quanto proposto dagli Amministratori, il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà determinato applicando un criterio fondato su:

- i) i prezzi rilevati sul Nuovo Mercato;
- ii) l'applicazione di uno sconto;
- iii) un valore minimo di ciascuna *tranche* di emissione;
- iv) un valore minimo dell'aumento di capitale nel suo complesso, così come di seguito illustrato.

Nella determinazione del suddetto criterio, il Consiglio di Amministrazione ha in particolare ritenuto necessario prendere in considerazione una serie di elementi, quali le dimensioni dell'offerta, sia in termini di valore assoluto, sia in rapporto all'entità del flottante dell'emittente e la capitalizzazione del titolo; le condizioni di mercato al momento dell'offerta, in termini di volumi scambiati ed andamento dei corsi sul mercato di riferimento; la c.d. "volatilità" del titolo, come parametro del rischio finanziario sotteso all'operazione.

i) I prezzi rilevati sul Nuovo Mercato

Con riferimento ai prezzi del titolo AISoftw@re rilevati sul Nuovo Mercato, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto necessario:

- fissare un periodo di c.d. "osservazione" dell'andamento dei prezzi del titolo sul mercato borsistico in prossimità dell'emissione di nuove azioni, periodo definito in base ad un volume di contrattazioni considerato dagli stessi Amministratori come significativo in funzione della dimensione dell'emissione;
- determinare quindi la durata del periodo di osservazione anche in funzione della liquidità del titolo.

Per giungere alla determinazione della durata del periodo di osservazione, gli Amministratori hanno considerato che, tenuto conto della prassi e dell'esperienza degli operatori professionali, sia possibile collocare sul mercato tra un quinto (20%) e un terzo (33%) dei volumi giornalieri del titolo (esclusi i blocchi di negoziazione e le operazioni fuori mercato), senza con ciò influenzare significativamente i corsi del titolo stesso.

Gli Amministratori ne hanno pertanto derivato che un volume di negoziazioni significativo rispetto a ciascuna *tranche* di emissione di azioni del proposto aumento di capitale abbia una dimensione pari a circa quattro volte il numero delle nuove azioni che si intendono collocare sul mercato.

Al riguardo, tenuto conto delle medie giornaliere degli scambi del titolo rilevati nel corso del mese di gennaio 2005, esclusi i blocchi di negoziazione e le operazioni fuori mercato, il suddetto volume di quattro volte le dimensioni di ciascuna *tranche* risulta raggiunto, secondo le valutazioni degli Amministratori, nell'arco temporale di 20 giorni lavorativi (di seguito, anche solo il "Periodo di Riferimento", che decorrerà dalla data della notifica in forma scritta a Twice della decisione del Consiglio di Amministrazione di procedere all'emissione di una *tranche* di nuove azioni).

Gli Amministratori hanno pertanto previsto che il Periodo di Riferimento si intenderà comunque concluso, anche anticipatamente rispetto ai suddetti 20 giorni lavorativi, nel momento in cui il volume complessivo di negoziazioni del titolo AISoftw@re raggiungesse il limite di quattro volte il numero di nuove azioni oggetto di ciascuna *tranche* esecutiva dell'aumento.

Il prezzo medio ponderato delle azioni ordinarie di AISoftw@re negoziate sul Nuovo Mercato durante ciascun Periodo di Riferimento, esclusi i blocchi di negoziazione e le operazioni fuori mercato (come risulta dalla pubblicazione sulla pagina *Bloomberg* denominata "AISW IM Equity AQR") sarà quindi espressione della prima componente del criterio adottato dagli Amministratori, rappresentata dai prezzi rilevati sul Nuovo Mercato (di seguito, anche solo il "Prezzo del Periodo di Riferimento").

ii) *L'applicazione di uno sconto*

Con riferimento anche alla prassi borsistica per il collocamento di nuove azioni per le società i cui titoli sono negoziati sui mercati regolamentati, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno rettificare il Prezzo del Periodo di Riferimento mediante l'applicazione di uno sconto che, secondo le proprie valutazioni, contribuisca a considerare la misura del rischio finanziario sotteso alla specifica operazione.

Gli Amministratori hanno infatti rilevato come, nell'ambito di un aumento di capitale riservato ad un'istituzione finanziaria, si debba tener altresì conto della tipologia del destinatario dell'operazione.

Il Consiglio di Amministrazione ha infatti precisato che, sulla base della prassi dagli stessi riscontrata in operazioni similari, il prezzo di sottoscrizione individuato nell'ambito di un'operazione di aumento del capitale sociale riservato ad operatori professionali (intermediari finanziari ed investitori qualificati) è calcolato rettificando le quotazioni di mercato correnti del titolo per assorbire la cosiddetta "volatilità", tramite l'applicazione di uno sconto, la cui entità rappresenta appunto la misura del "rischio" finanziario assunto dall'investitore (di seguito, anche solo lo "Sconto"). Per la determinazione della misura percentuale dello Sconto, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno basarsi sulla *volatilità* storica del titolo AISoftw@re, calcolata su un periodo di 12 mesi, che gli stessi hanno considerato statisticamente significativo e coerente con l'analisi di cui trattasi, essendo di 12 mesi la durata attesa dell'operazione di aumento di capitale.

Prendendo quindi in considerazione il periodo compreso tra il 31 gennaio 2004 ed il 31 gennaio 2005, la *volatilità* del titolo AISoftw@re indicata dagli Amministratori è stata del 45,01% (fonte: Bloomberg).

In quest'ambito, gli Amministratori, attraverso l'applicazione di metodologie statistiche, sono giunti alla conclusione che, considerando la durata del Periodo di Riferimento (pari a massimi 20 giorni lavorativi), la variabilità del prezzo delle azioni sarà circa del 25,1% nel 95% dei casi, del 12,6% nel 68% dei casi, e sarà circa dell'8,8% nel 50% dei casi.

Le variabili di prezzo sopra indicate sono rappresentative, secondo gli Amministratori, del rischio finanziario teorico a cui l'investitore istituzionale che intenda sottoscrivere le azioni di nuova emissione sarebbe esposto: sulla base di tale approccio di calcolo, lo "sconto" applicabile è indicato dagli Amministratori nel caso di specie in un intervallo tra un minimo dell'8,8% e un massimo del 25,1%. Per contro, gli Amministratori rilevano che l'osservazione empirica di altre operazioni di aumento di capitale riservato ad investitori istituzionali paragonabili a quella in oggetto porta ad evidenziare che quasi tutte le suddette operazioni sono state realizzate con l'applicazione di uno sconto inferiore al 10% rispetto alla quotazione del titolo nel periodo di emissione.

L'organo amministrativo della Società, anche a seguito delle negoziazioni intervenute con la controparte, ha pertanto ritenuto adeguato che il Prezzo del Periodo di Riferimento sia rettificato tramite l'applicazione di uno Sconto fino ad un massimo dell'8,8%, valore che si colloca al limite inferiore dell'intervallo sopra individuato, tenendo quindi anche conto dell'esigenza di protezione degli interessi patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione.

iii) **Il Prezzo Minimo di Emissione**

Gli Amministratori hanno inoltre puntualizzato che, con la citata notifica a Twice dell'emissione di azioni ordinarie, il Consiglio di Amministrazione indicherà altresì il prezzo minimo di emissione delle azioni in relazione a ciascuna *tranche*.

Il prezzo di emissione determinato per ciascuna *tranche* non potrà infatti in alcun caso essere inferiore al prezzo di riferimento (come definito all'art. 1.3 del vigente "Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.") più basso registrato dalle azioni della Società nei 30 giorni lavorativi precedenti la data della notifica (di seguito, anche solo il "Prezzo Minimo di Emissione").

In tal modo, secondo quanto riferito nella Relazione, l'organo amministrativo avrà la possibilità di evitare che un andamento eccessivamente negativo del titolo AlSoftw@re sul mercato nel corso del Periodo di Riferimento possa rendere poco conveniente per la Società l'emissione della *tranche* di azioni ordinarie ed andare, quindi, a detrimento degli interessi degli azionisti.

iv) **Il Prezzo Minimo dell'Aumento di Capitale**

Il Consiglio di Amministrazione ha infine precisato che il prezzo di emissione di ogni nuova azione non potrà in ogni caso essere inferiore al massimo tra a) il valore nominale del titolo e b) il patrimonio netto per azione, determinato sulla base dell'ultima situazione patrimoniale consolidata della Società approvata dall'organo amministrativo e pubblicata secondo la vigente disciplina, nonché del numero delle azioni ordinarie (di seguito, anche solo il "Prezzo Minimo dell'Aumento di Capitale").

5 Difficoltà riscontrate dal Consiglio di Amministrazione

Nella propria Relazione, il Consiglio di Amministrazione non evidenzia particolari difficoltà dallo stesso incontrate nella determinazione del criterio di cui al precedente paragrafo 4.

6 Risultati emersi dalla valutazione del Consiglio di Amministrazione

Sulla base delle considerazioni suesposte, tenuto conto delle caratteristiche di AI Software (ed in particolare della *volatilità* del titolo) e della tipologia dell'operazione proposta, l'organo amministrativo ha valutato di determinare il prezzo di emissione delle azioni alla data di ciascuna *tranche* esecutiva dell'aumento di capitale in misura pari al Prezzo del Periodo di Riferimento, eventualmente ridotto di uno Sconto fino ad un massimo dell'8,8%. Tale prezzo di emissione non potrà in alcun caso essere inferiore al Prezzo Minimo dell'Emissione, nè al Prezzo Minimo dell'Aumento di Capitale [così come definiti ai precedenti paragrafi 4.iii) e 4.iv)].

7 Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- analizzato la documentazione di cui al paragrafo 3 che precede;
- svolto un esame critico del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni onde riscontrarne il contenuto ragionevole, motivato e non arbitrario;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze a determinare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato in relazione a ciascuna *tranche* esecutiva dell'aumento del capitale;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dal Consiglio di Amministrazione quali, a titolo esemplificativo, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri, con le fonti di riferimento;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa della Società fino alla data di emissione della presente relazione.

In particolare:

- con riguardo al Prezzo del Periodo di Riferimento, abbiamo analizzato, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, l'idoneità del criterio utilizzato per la definizione dello stesso nell'ambito della determinazione del prezzo di emissione;

- con riferimento allo Sconto, abbiamo svolto le seguenti verifiche:
 - abbiamo analizzato il modello matematico utilizzato dagli Amministratori;
 - abbiamo effettuato una *re-performance* del procedimento di determinazione dello sconto stesso, avvalendoci del modello matematico di cui sopra;
 - abbiamo discusso con gli Amministratori le metodologie adottate per la selezione di operazioni analoghe ed i risultati ottenuti dalla disamina delle stesse, da cui è emersa la prassi di concessione dello sconto.

8 Commenti e precisazioni sull'adeguatezza del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni

La scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, un criterio basato, tra l'altro, su *i)* l'individuazione di un Prezzo del Periodo di Riferimento alla data di ciascuna *tranche* di esecuzione dell'aumento di capitale; *ii)* l'applicazione a tale prezzo di uno sconto determinato nella misura massima sopra indicata, *iii)* un Prezzo di Emissione Minimo e *iv)* un prezzo Minimo dell'Aumento di Capitale, risulta nelle circostanze, anche alla luce della prassi di mercato, delle caratteristiche dell'operazione, delle modalità di sottoscrizione dell'aumento e della natura del destinatario dello stesso, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento del capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti tale scelta ed il processo logico seguito dagli Amministratori stessi per la sua adozione e per individuarne le modalità di attuazione.

Gli Amministratori hanno inoltre motivato la scelta di far riferimento ad un criterio piuttosto che ad un prezzo di emissione puntuale precisando che, qualora avessero sottoposto all'Assemblea dei Soci una proposta di aumento di capitale che avesse individuato un prezzo di emissione puntuale per le nuove azioni AISoftw@re, sarebbe sorto il rischio che tale prezzo non corrispondesse, al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale, al valore di mercato delle azioni stesse.

Con riguardo al Prezzo del Periodo di Riferimento, gli Amministratori hanno infatti indicato nella Relazione che, per società con caratteristiche analoghe a quelle di AISoftw@re S.p.A., ad elevato flottante e liquidità, il prezzo di borsa in ogni momento deve intendersi come effettivamente rappresentativo del valore di mercato del titolo stesso. Di conseguenza, per operazioni del tipo di quella in esame, che vede il coinvolgimento di investitori istituzionali, appare ragionevole che il prezzo di borsa cui fare riferimento sia quello medio ponderato delle azioni durante un periodo sufficientemente significativo in termini di volumi di azioni scambiate, e prossimo al momento nel quale il prezzo di emissione viene effettivamente stabilito.

Occorre inoltre rilevare che il riferimento al valore di mercato operato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, cod. civ., se sembra implicare di regola un riferimento ai prezzi di borsa, non esclude tuttavia, come nel caso di specie, l'applicazione di un qualche correttivo agli stessi. La scelta effettuata dagli Amministratori risulta confortata dalla dottrina esistente. Al riguardo, quest'ultima è supportata dall'ampia esperienza riscontrabile sui mercati europei, che è infatti incline a ritenere che la corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni al valore di mercato non debba intendersi come esatta ed assoluta coincidenza fra tali grandezze. E' infatti riconosciuto che il prezzo di emissione possa presentare qualche scostamento rispetto al valore puntuale di mercato: ad esempio, in conseguenza dell'applicazione di uno sconto rispetto al prezzo di mercato corrente, anche in considerazione dei termini dell'offerta, quando essa sia indirizzata esclusivamente ad investitori istituzionali. A tale proposito, l'utilizzo dello Sconto da parte degli Amministratori nell'individuazione del prezzo di emissione appare pertanto ragionevole e non arbitrario nelle circostanze e risulta motivato nella Relazione.

Come ricordato nella Relazione, l'adozione di tale criterio trova infine ulteriore giustificazione nell'interesse della Società, rappresentato nella Relazione, di reperire con celerità e speditezza, data la sua attuale struttura finanziaria, risorse finanziarie sul mercato dei capitali da destinare al rafforzamento della struttura patrimoniale del Gruppo.

9 Limiti specifici ed altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà e limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- i) la disciplina di cui all'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, cod. civ. è di recente introduzione nel nostro ordinamento e la dottrina disponibile sul tema è ad oggi molto limitata e comunque in via di formazione, con conseguente difficoltà, tra l'altro, nell'interpretazione delle nozioni di "valore di mercato" e di "corrispondenza" a quest'ultimo del prezzo di emissione delle azioni. Si segnala inoltre che altra dottrina si richiama, in termini generali, all'opportunità di utilizzare valori medi di mercato, anche al fine di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa;
- ii) la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione, definito il numero massimo di azioni che saranno emesse, non indica un prezzo di emissione puntuale delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto, la presente relazione non ha potuto avere ad oggetto la corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non ancora definito, al valore di mercato delle stesse, ma unicamente l'adeguatezza nella circostanze del criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento di ciascuna *tranche* esecutiva dell'aumento;

- iii) gli Amministratori non hanno individuato nella Relazione gli effetti di diluizione del valore unitario delle azioni esistenti;
- iv) come indicato nella Relazione, il criterio adottato dagli Amministratori comporta l'utilizzo di diversi parametri di riferimento. Nell'ambito di tali parametri, l'assunzione adottata dagli Amministratori relativamente ai volumi massimi giornalieri del titolo AISoftw@re S.p.A. distribuibili al mercato senza influenzarne negativamente il corso trae fondamento anche dall'osservazione empirica di operazioni similari;
- v) il settore nel quale la Società opera è caratterizzato da un elevato grado di innovazione e competitività; i prezzi espressi nei mercati ufficiali dalle società *internet* quotate, infatti, riflettono implicitamente complesse ipotesi di sviluppo del mercato nazionale ed internazionale, attese di nuovi business generabili dalla combinazione o convergenza di prodotti e tecnologie ad elevato contenuto innovativo e conseguimento di posizioni di leadership di segmento o di nicchia. Anche per effetto di quanto sopra, il titolo AISoftw@re si caratterizza per un elevato grado di volatilità;
- vi) lo svolgimento della revisione contabile sui bilanci d'esercizio e consolidato di AISoftw@re S.p.A. chiusi al 31 dicembre 2004 è tuttora in corso e, pertanto, non siamo allo stato in grado di esprimere alcun giudizio su di essi.

Si sottolineano inoltre i seguenti aspetti:

- vii) l'esecuzione dell'aumento di capitale in esame, da attuarsi in conformità ai criteri determinati dall'Assemblea, sarà demandata al Consiglio di Amministrazione, che provvederà ad offrire in sottoscrizione a Twice le azioni di nuova emissione nel momento in cui riterrà che ricorrano le condizioni di mercato a tal fine opportune. Considerato che il criterio di determinazione del prezzo di emissione adottato dagli Amministratori è legato ai futuri andamenti di mercato, l'esecuzione della delibera di aumento del capitale farà quindi riferimento ad un valore di mercato delle azioni aggiornato alla data di esecuzione stessa. Il riferimento a detto valore, peraltro volto ad evitare il rischio che un prezzo fisso di emissione determinato dall'Assemblea non corrisponda al valore di mercato delle azioni alla data di esecuzione dell'aumento, presuppone che le assunzioni poste a base del criterio adottato dagli Amministratori non siano mutate significativamente alla data di esecuzione dell'aumento di capitale;
- viii) non sono previsti vincoli di indisponibilità temporale per i titoli di nuova emissione che saranno sottoscritti da Twice, con conseguente piena facoltà per quest'ultima di riallocarli sul mercato. Si evidenzia inoltre che, come indicato dagli Amministratori, Twice detiene in prestito circa 700.000 azioni AISoftw@re di proprietà del Presidente del Consiglio di Amministrazione e Socio della Società, Prof. Francesco Gardin. Ciò comporta la possibilità che l'investitore istituzionale cui il suddetto aumento è riservato, nel rispetto delle disposizioni di legge e regolamentari applicabili e sotto la vigilanza delle competenti Autorità, utilizzi sul mercato i suddetti titoli nel corso del Periodo di Riferimento, con conseguenti possibili effetti sulla determinazione del valore di mercato delle azioni stesse e, quindi, del prezzo di emissione delle nuove azioni offerte in sottoscrizione a Twice.

10 Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, con particolare riferimento ai punti 9.vii) e 9.viii), riteniamo che il criterio individuato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle nuove azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale.

Milano, 18 marzo 2005

KPMG S.p.A.



Francesco Magni
Socio