



**COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI
TREVI - FINANZIARIA INDUSTRIALE S.P.A.**

ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato, e dell'art. 39 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, relativo alla

**OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA
ICOP S.P.A. SOCIETÀ BENEFIT**

ai sensi dell'art. 102 e ss. del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato

**IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE DIVULGATO, PUBBLICATO O DISTRIBUITO,
IN TUTTO O IN PARTE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, IN QUALSIASI PAESE IN CUI
CIÒ COSTITUISCA UNA VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA APPLICABILE**

Cesena (FC), 10 settembre 2026

EXECUTIVE SUMMARY

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI TREVI, DOPO ATTENTA VALUTAZIONE DELLA DOCUMENTAZIONE DISPONIBILE, RITIENE CHE L'OFFERTA PROMOSSA DA ICOP, NON CONCORDATA CON L'EMITTENTE, NON SIA CONVENIENTE PER GLI AZIONISTI DI TREVI PER I SEGUENTI PRINCIPALI MOTIVI:

1. Il Corrispettivo dell'Offerta è non congruo dal punto di vista finanziario

Alla luce delle analisi svolte e degli elementi esaminati, il Consiglio di Amministrazione, anche tenuto conto di quanto espresso dagli Advisor Finanziari nelle *fairness opinion*, ritiene che il Corrispettivo incorporato nel rapporto di scambio previsto dall'Offerta¹ non rifletta il valore dell'Emittente. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 2 del Comunicato dell'Emittente.

2. Trevi è un gruppo con proprie peculiari caratteristiche e con rilevanti prospettive di crescita

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che Trevi costituisca un *asset* industriale caratterizzato da un posizionamento competitivo unico nel settore delle infrastrutture specialistiche. A differenza dei *general contractor* tradizionali, il Gruppo opera prevalentemente nel segmento ad elevato contenuto tecnico delle fondazioni speciali e dell'ingegneria del sottosuolo, ambito nel quale ha sviluppato, nel corso di oltre sessant'anni di attività a livello internazionale, competenze specialistiche, capacità esecutive e relazioni commerciali che rappresentano significative barriere all'ingresso. Tale posizionamento consente alla Società di competere principalmente sulla base del *know-how* tecnico e dell'affidabilità operativa, beneficiando di livelli di marginalità superiori a quelli normalmente osservabili nel settore delle costruzioni tradizionali.

Il Consiglio di Amministrazione osserva che il Gruppo ha completato con successo un significativo percorso di rilancio industriale e finanziario, conseguendo negli ultimi esercizi un progressivo miglioramento della redditività, della generazione di cassa e della qualità del portafoglio ordini. In tale contesto, nel primo semestre 2026 Trevi ha raggiunto livelli record di *backlog* e di acquisizione ordini, che hanno consentito al *management* di confermare le *guidance* comunicate al mercato. Tali risultati forniscono visibilità sull'evoluzione futura del *business* e rappresentano un concreto supporto alla capacità del Gruppo di perseguire il proprio percorso di crescita in ottica *standalone*.

Il Piano Industriale 2026-2029 prevede un'ulteriore crescita dei ricavi, dell'EBITDA e della generazione di cassa, nonché una progressiva riduzione dell'indebitamento finanziario. Il Consiglio ritiene che tali obiettivi siano coerenti con il posizionamento competitivo del Gruppo e con i favorevoli *trend* strutturali che caratterizzano i mercati di riferimento, inclusi gli investimenti nelle infrastrutture di trasporto, nella transizione energetica, nella sicurezza idrogeologica e nella riqualificazione delle opere esistenti.

Il Consiglio di Amministrazione rileva infine come il *management* della Società abbia dimostrato negli ultimi anni un solido *track-record* nel conseguimento degli obiettivi comunicati al mercato. In particolare, il Gruppo ha registrato risultati economico-finanziari superiori alle attese degli analisti, confermando la capacità di esecuzione della strategia industriale e rafforzando la credibilità delle prospettive di sviluppo *standalone* della Società. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, Paragrafo 3.1, del Comunicato dell'Emittente.

¹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafi E.1 (pagg. 77-81) ed E.4 (pagg. 85-86); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 11).

3. Le motivazioni dell’Offerta si fondano in misura rilevante su sinergie incerte e difficilmente valutabili, non adeguatamente riflesse nel Corrispettivo

Il Consiglio di Amministrazione osserva che una parte rilevante del razionale industriale ed economico posto a fondamento dell’Offerta appare basata sul conseguimento di sinergie operative, commerciali e finanziarie future², il cui effettivo realizzo risulta soggetto a significativi elementi di incertezza.

In particolare, le informazioni rese disponibili dall’Offerente³ non consentono una piena valutazione delle iniziative sottostanti e dei rischi di esecuzione associati alle sinergie prospettate, molte delle quali appaiono riconducibili a sinergie di ricavo e opportunità commerciali per loro natura più difficili da quantificare e verificare rispetto alle tradizionali sinergie di costo.

Il Consiglio rileva inoltre che una parte significativa dei benefici prospettati sembra derivare dall’accesso alla piattaforma internazionale, alle relazioni commerciali, alle competenze tecniche e al posizionamento competitivo già sviluppati da Trevi, mentre l’effettivo contributo incrementale apportato dall’integrazione con ICOP appare di più difficile valutazione. Tali elementi assumono rilievo anche sotto il profilo delle possibili dissinergie non quantificate dall’Offerente, che potrebbero incidere sulla concreta realizzabilità dei benefici prospettati.

Il raggiungimento degli obiettivi strategici e finanziari dell’Operazione risulta altresì subordinato alla realizzazione di una complessa integrazione tra i due gruppi, in un contesto caratterizzato dall’assenza di un piano industriale della *combined entity*⁴ e da limitate informazioni circa le modalità di integrazione e il conseguimento delle sinergie dichiarate, nonché dalla limitata esperienza dell’Offerente nella realizzazione e nell’integrazione di operazioni di dimensioni, presenza internazionale e complessità comparabili a quelle del Gruppo Trevi.⁵ Alla luce di tali elementi, il Consiglio ritiene che la sostenibilità e conseguibilità delle sinergie prospettate presentino un elevato grado di aleatorietà e che, anche assumendone la piena realizzazione,⁶ il Corrispettivo non sembri attribuire agli Azionisti di Trevi una quota del valore generato coerente con il contributo industriale, commerciale e strategico apportato dalla Società all’Operazione. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, Paragrafi 3.3 e 3.4, del Comunicato dell’Emittente.

4. Il Corrispettivo dell’Offerta è interamente costituito da Azioni ICOP, il cui valore è soggetto a rilevanti incertezze

Il Consiglio di Amministrazione osserva che il Corrispettivo dell’Offerta è rappresentato esclusivamente da Azioni ICOP e non prevede alcuna componente in denaro⁷. Pertanto, gli Azionisti di Trevi che aderissero all’Offerta non monetizzerebbero il proprio investimento, ma diverrebbero azionisti dell’Offerente, assumendo i rischi e le opportunità connessi all’andamento futuro del titolo ICOP.

² Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.8 (pagg. 34-35) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pagg. 95-99); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pagg. 13-15).

³ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 14), ove si precisa che le stime delle sinergie “*si basano su valutazioni autonome dell’Emittente, basate sulle informazioni pubblicamente disponibili relative a Trevi*” e sono state predisposte “*senza aver effettuato una due diligence*”; Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.6 (pag. 31) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 79).

⁴ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 13) e Capitolo 8, Paragrafo 8.7 (pagg. 75-76); Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 35), ove si precisa che il Piano Industriale 2026-2029 di ICOP è redatto su base *standalone*.

⁵ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 11) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 42), ove sono descritte le acquisizioni di Atlantic Geoconstruction Holdings Inc. (perfezionata il 1° aprile 2025, per un corrispettivo di circa Euro 81,5 milioni) e di Palingeo S.p.A. (perfezionata il 4 settembre 2025), di dimensioni significativamente inferiori rispetto all’Operazione.

⁶ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 44), ove si precisa che i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma non riflettono i costi relativi alle attività di integrazione né le sinergie attese; Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.1 (pagg. 78-81).

⁷ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 14) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pagg. 77-78); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 11).

In tale contesto, il Consiglio richiama l'attenzione sul fatto che le azioni ICOP sono storicamente caratterizzate da una liquidità significativamente inferiore rispetto a quella del titolo Trevi e da un flottante contenuto⁸, elementi che potrebbero influire sulla capacità degli investitori di dismettere la propria partecipazione senza impatti rilevanti sui corsi di borsa.

Il Consiglio rileva inoltre che le analisi valutative poste a base del rapporto di scambio non incorporano alcuno specifico sconto per illiquidità delle azioni ICOP e che la recente ammissione delle stesse alle negoziazioni su Euronext Milan⁹ non consente ancora di formulare valutazioni definitive circa l'evoluzione della loro liquidità sul nuovo mercato. Gli Azionisti sono pertanto invitati a considerare attentamente le caratteristiche del titolo ICOP e il profilo di rischio-rendimento derivante dalla sostituzione dell'investimento in Trevi con una partecipazione azionaria nell'Offerente.

Il valore delle Azioni ICOP dipende inoltre, in misura rilevante, dalla capacità dell'Offerente di conseguire gli obiettivi del Piano Industriale di ICOP — che assume tassi di crescita ampiamente superiori a quelli dei mercati di riferimento, trainati dall'avvio *ex novo* di nuove attività negli Stati Uniti, e una quota rilevante di ricavi non ancora contrattualizzati —¹⁰ nonché dalla sostenibilità di un indebitamento che, per effetto dell'Operazione, registrerebbe, secondo lo stesso Offerente, un significativo incremento.¹¹ Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, Paragrafo 3.6, e alla Sezione 4, Paragrafi 4.1, 4.4, 4.7, 4.8 e 4.12, del Comunicato dell'Emittente.

5. L'Offerta è stata promossa in corrispondenza di livelli di prezzo dell'azione Trevi ancora influenzati dagli effetti dell'Aumento di Capitale

Il Consiglio di Amministrazione osserva che l'Offerta è stata promossa immediatamente dopo il completamento del percorso di rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società (sebbene prima della conclusione dell'asta dell'inoptato e della completa sottoscrizione dell'Aumento di Capitale) e in una fase successiva all'approvazione del Piano Industriale 2026-2029, quando il mercato non aveva ancora avuto il tempo di incorporare pienamente nel prezzo delle azioni Trevi i benefici attesi derivanti dall'esecuzione del piano e dal completamento dell'Aumento di Capitale.

In tale contesto, il Consiglio ritiene che il premio dichiarato dall'Offerente¹² presenti una limitata valenza informativa e che il Corrispettivo non rifletta adeguatamente il valore prospettico dell'Emittente. Il Consiglio rileva inoltre che il rapporto di scambio proposto incorpora uno sconto rispetto ai rapporti di valore impliciti nelle medie storiche di mercato dei titoli Trevi e ICOP¹³ e che, dalla data di annuncio dell'Offerta, il mercato ha continuativamente attribuito alle azioni Trevi un valore superiore rispetto a quello implicito nel Corrispettivo, evidenziando come le quotazioni di mercato non abbiano sostanzialmente riconosciuto la

⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.6 (pagg. 48-50); Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.1 (pagg. 30-32) e Capitolo 9, Paragrafo 9.5 (pag. 82), ove si dà atto del flottante pari al 16,18% del capitale sociale e dell'ammissione a quotazione su Euronext Milan in deroga al requisito del flottante minimo del 25%.

⁹ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 13); Prospetto ICOP, Capitolo 9, Paragrafo 9.5 (pag. 82). Le negoziazioni delle azioni ICOP su Euronext Milan hanno avuto inizio in data 4 settembre 2026.

¹⁰ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafi 8.3 e 8.4 (pagg. 67-71) e Fattore di rischio A.2.4 (pagg. 19-22). Il Piano Industriale di ICOP prevede un CAGR 2025-2029 dei ricavi del 15-17%, a fronte di tassi di crescita attesi dei mercati di riferimento compresi tra il 4,7% e l'8%, ed è “*trainat[o] prevalentemente dagli Stati Uniti*”, con “*avvio ex novo*” dell'attività di *microtunneling* a partire dal 2027; il *backlog* copre “*circa il 40-45%*” dei ricavi attesi per il 2027 e “*circa il 13-15%*” per il 2029.

¹¹ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.1 (pagg. 15-16) e Capitolo 7, Paragrafo 7.1 (pagg. 63-64); Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.12 (pagg. 58-59). Al 31 dicembre 2025 l'indebitamento finanziario lordo del Gruppo ICOP passerebbe da Euro 239 milioni a Euro 505 milioni su base *pro-forma*.

¹² Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.6 (pag. 31) e Sezione E, Paragrafo E.4 (pagg. 85-86), ove il Corrispettivo è indicato come incorporante un premio pari al 20,1% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni Trevi alla Data di Riferimento.

¹³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.4 (pagg. 85-86). Si veda altresì la tabella riportata alla Sezione 3, Paragrafo 3.2, del Comunicato dell'Emittente.

congruità economica del rapporto di scambio proposto dall'Offerente. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 2, Paragrafo 2.4, e alla Sezione 3, Paragrafo 3.2, del Comunicato dell'Emittente.

6. Il perfezionamento dell'Offerta è subordinato a Condizioni di Efficacia poste nell'esclusivo interesse dell'Offerente e da questi liberamente rinunciabili, che determinano significativi profili di incertezza in merito allo stesso perfezionamento dell'OPS e ai suoi possibili esiti

Il Consiglio di Amministrazione osserva che l'efficacia dell'Offerta è subordinata a una pluralità di Condizioni di Efficacia, poste nell'esclusivo interesse dell'Offerente¹⁴. Il Consiglio ritiene che tale assetto — per numero, ampiezza e discrezionalità delle Condizioni di Efficacia — determini significativi profili di incertezza in merito allo stesso perfezionamento dell'OPS e ai suoi possibili esiti, e richiama in particolare l'attenzione degli Azionisti sulla Condizione Soglia e sulla Condizione Finanziamento, il cui avveramento dipende da circostanze estranee alla sfera di controllo tanto dell'Offerente quanto dell'Emittente.

Quanto alla Condizione Soglia, il Consiglio rileva che essa si colloca al di sotto delle partecipazioni rilevanti ai fini dell'Obbligo di Acquisto e del Diritto di Acquisto¹⁵. Pertanto, il suo integrale avveramento non consentirebbe, di per sé, il conseguimento del Delisting indicato dall'Offerente tra gli obiettivi dell'Offerta, ma attribuirebbe all'Offerente il controllo di diritto dell'Emittente e la maggioranza necessaria per l'assunzione delle deliberazioni dell'assemblea straordinaria, lasciando gli Azionisti che non avessero aderito titolari di una partecipazione di minoranza in una società quotata a controllo concentrato e con flottante ridotto. Ove poi l'Offerente si avvallesse della facoltà di rinunciare alla Condizione Soglia¹⁶, lo stesso potrebbe acquisire il controllo, di diritto o di fatto, dell'Emittente anche con un livello di adesioni inferiore, con il rischio che gli obiettivi dichiarati dell'Offerta siano conseguiti solo parzialmente, in tempi più lunghi e attraverso operazioni ulteriori.

Quanto alla Condizione Finanziamento, il Consiglio richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che il perfezionamento dell'Offerta integrerebbe un evento di cambio di controllo ai sensi del Contratto di Finanziamento, con conseguente diritto delle banche finanziatrici di richiedere il rimborso anticipato obbligatorio del finanziamento da Euro 180 milioni¹⁷, e che clausole di analogo tenore sono contenute nei contratti relativi all'indebitamento a breve termine e in contratti commerciali del Gruppo. La Condizione Finanziamento non pare tutelare di per sé gli Aderenti rispetto all'attivazione di tali clausole, poiché la sua formulazione presenta significative ambiguità, che ne rendono incerta l'interpretazione e non consentono di prevedere con ragionevole sicurezza se, e in quali circostanze, la stessa debba considerarsi avverata ovvero possa essere invocata dall'Offerente quale causa di mancato perfezionamento dell'Offerta. Il Consiglio rileva inoltre che la condizione è riferita a un termine — il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento — che precede il momento in cui il cambio di controllo si verifica. Pertanto, ove le banche finanziatrici esercitassero il diritto di richiedere il rimborso anticipato solo successivamente alla Data di Pagamento, la Condizione Finanziamento risulterebbe potenzialmente avverata e l'Offerta perfezionata, sicché l'obbligo di rimborso graverebbe su una Trevi ormai controllata dall'Offerente e i relativi effetti ricadrebbero, pro quota, sugli Aderenti divenuti azionisti di ICOP (nonché su coloro che non abbiano aderito all'Offerta e siano rimasti azionisti di Trevi).

¹⁴ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafi A.1 (pagg. 26-28) e A.2 (pagg. 28-29); Prospetto ICOP, Capitolo 9, Paragrafo 9.1.2 (pagg. 77-80).

¹⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iv) (pag. 26), Paragrafo A.13 (pagg. 38-39), Paragrafo A.14 (pagg. 39-40) e Paragrafo A.16.1 (pagg. 41-43).

¹⁶ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.2 (pag. 28) e Paragrafo A.8 (pag. 35), ove l'Offerente precisa che, in caso di rinuncia alla Condizione Soglia, i programmi futuri sarebbero calibrati in funzione della partecipazione effettivamente detenuta.

¹⁷ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iii) (pag. 26) e Paragrafo A.2 (pag. 28); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12), Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43) e Capitolo 9, Paragrafo 9.1.2 (pag. 77).

Analoghe considerazioni valgono per talune ulteriori Condizioni di Efficacia, tra cui la Condizione Golden Power¹⁸ — oggetto di un’istruttoria tuttora in corso, nell’ambito della quale l’Emittente ha formulato le proprie osservazioni — e la Condizione MAC/MAE¹⁹, formulata in termini particolarmente ampi e generici, nonché per la Condizione Atti Rilevanti e la Condizione Misure Difensive²⁰ che — per la loro ampiezza e l’assenza di parametri oggettivi — comprimono la flessibilità gestionale dell’Emittente sino alla conclusione dell’Offerta. Gli Azionisti devono pertanto considerare che la decisione di invocare il mancato avveramento delle Condizioni di Efficacia, ovvero di rinunciarvi, è rimessa alle determinazioni ampiamente discrezionali dell’Offerente. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 4, Paragrafo 4.3, e alla Sezione 5 del Comunicato dell’Emittente.²¹

7. L’adesione all’OPS comporterebbe il passaggio da una società a capitale diffuso a una società a controllo concentrato, il cui statuto deroga a taluni presidi ordinari di tutela delle minoranze

Trevi è oggi una società priva di un socio di controllo, nella quale nessun azionista è in grado di determinare da solo le deliberazioni assembleari e in cui il mercato può esprimere pienamente il valore di un eventuale premio di controllo. ICOP è per contro controllata di diritto da Cifre, riconducibile alla famiglia Petrucco²², la quale — anche in caso di integrale adesione all’Offerta — manterrebbe la maggioranza del capitale dell’Offerente e vedrebbe il proprio controllo ulteriormente rafforzato per effetto del meccanismo del voto maggiorato introdotto con il Nuovo Statuto²³. Gli Azionisti di Trevi che aderissero all’OPS diverrebbero azionisti di minoranza di una società il cui statuto — avvalendosi delle facoltà introdotte dalla riforma del TUF — prevede, tra l’altro, deroghe statutarie all’obbligo di offerta pubblica di acquisto (esenzione dall’OPA da consolidamento fintanto che ICOP si qualifichi come PMI e innalzamento della soglia rilevante ai fini del c.d. *whitewash*), l’*opt-out* in materia di politica di remunerazione²⁴, e che è caratterizzata da un flottante limitato, ammesso a quotazione su Euronext Milan in deroga al requisito minimo del 25%²⁵. L’Offerente ha inoltre dichiarato che, ove non si verificassero i presupposti per il Delisting, potrà proporre la fusione di Trevi in ICOP o in una società non quotata da questa controllata — approvabile, in caso di avveramento della Condizione Soglia, con il solo voto dell’Offerente —²⁶ e si è riservato di valutare, a propria discrezione, ulteriori operazioni straordinarie (cessioni, scissioni, aumenti di capitale)²⁷ che non consentono agli Azionisti di apprezzare la configurazione societaria e industriale che il gruppo assumerebbe all’esito dell’Offerta. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, Paragrafo 3.7, e alla Sezione 4, Paragrafi 4.1 e 4.2, del Comunicato dell’Emittente.

¹⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (ii) (pag. 26) e Paragrafo A.10 (pagg. 36-37), nonché Sezione C, Paragrafo C.2 (pag. 75).

¹⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vii) (pagg. 27-28).

²⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punti (v) e (vi) (pagg. 26-27) e definizioni di “Condizione Atti Rilevanti” (pagg. 4-5) e “Condizione Misure Difensive” (pag. 6).

²¹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.2 (pagg. 28-29) e Paragrafo A.16 (pagg. 40-43); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.1 (pagg. 15-17).

²² Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafi B.1.6 (pagg. 48-50) e B.1.13 (pag. 60); Prospetto ICOP, Nota di Sintesi, Sezione B.1.3 (pag. 6) e Capitolo 15 (pagg. 88-89), ove si precisa che, anche in caso di integrale adesione all’Offerta, Cifre continuerà a detenere il 61,56% del capitale sociale dell’Offerente.

²³ Cfr. art. 6.15 del Nuovo Statuto; Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.5 (pag. 48); Prospetto ICOP, Capitolo 10, Paragrafo 10.2.2 (pag. 83).

²⁴ Cfr. artt. 9.2 e 10.2 del Nuovo Statuto.

²⁵ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.1 (pag. 31) e Capitolo 9, Paragrafo 9.5 (pag. 82).

²⁶ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 3 (pag. 17), Sezione A, Paragrafo A.9.1 (pagg. 35-36), Sezione A, Paragrafo A.16.1(B)(I) (pagg. 41-42) e Sezione G, Paragrafo G.2.2.1 (pagg. 99-100).

²⁷ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.9.2 (pag. 36) e Sezione G, Paragrafo G.2.2.2 (pag. 100).

8. L'Offerente non ha assunto impegni in merito ai livelli occupazionali e alle sedi estere del Gruppo Trevi e si è riservato di separare Soilmec, uno degli asset più distintivi del Gruppo

Il Consiglio di Amministrazione rileva che l'Offerente, pur dichiarando di attendersi il mantenimento degli attuali livelli occupazionali e dell'assetto delle sedi italiane, non ha assunto alcun impegno al riguardo²⁸ e nulla ha dichiarato in merito ai livelli occupazionali e alle sedi operative all'estero, ove il Gruppo Trevi realizza circa l'80% dei propri ricavi e impiega la maggior parte del proprio organico.²⁹ La prospettata "rifocalizzazione geografica" e gli interventi di razionalizzazione e riorganizzazione annunciati dall'Offerente potrebbero comportare l'abbandono o il ridimensionamento di mercati in cui il Gruppo è storicamente presente, con effetti sul portafoglio ordini, sull'organizzazione e sull'occupazione — in Italia e, soprattutto, all'estero — che l'Offerente non ha illustrato³⁰, non avendo peraltro assunto alcuna decisione neppure in merito alla composizione degli organi sociali di Trevi e delle società del Gruppo.³¹

L'Offerente si è inoltre riservato di valutare "opzioni strategiche" relative alla divisione macchine, ivi inclusa la valorizzazione di Soilmec quale *business unit* indipendente attraverso operazioni straordinarie.³² Il Consiglio osserva che Soilmec — operatore leader a livello internazionale, che realizza circa l'85% dei propri ricavi verso clienti terzi — non costituisce un mero fornitore interno di macchinari, bensì un elemento qualificante del modello industriale integrato di Trevi, che unisce l'esecuzione delle fondazioni speciali allo sviluppo di tecnologie proprietarie. Un'eventuale separazione di Soilmec, che priverebbe il Gruppo di uno dei suoi fattori più distintivi, appare incoerente con la stessa logica industriale sottesa all'Offerta, avrebbe implicazioni occupazionali e organizzative non definite dall'Offerente e genererebbe benefici che non sono in alcun modo riflessi nel Corrispettivo. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 3, Paragrafi 3.5 e 3.7, e alla Sezione 8 del Comunicato dell'Emittente.

9. L'adesione all'OPS costituisce un'operazione fiscalmente realizzativa, che non beneficia di alcun regime di neutralità e i cui oneri dovrebbero essere assolti dagli Aderenti con mezzi propri

Il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che lo scambio di Azioni Trevi con Azioni ICOP nell'ambito dell'Offerta costituisce un'operazione "realizzativa" ai fini delle imposte sui redditi, che non beneficia di alcun regime di neutralità fiscale³³. Pertanto, gli Azionisti di Trevi, a seconda del valore di carico fiscale delle Azioni Trevi apportate, potrebbero realizzare plusvalenze imponibili ovvero minusvalenze la cui deducibilità è soggetta a specifiche limitazioni. Non essendo prevista nell'OPS alcuna componente in denaro, gli Aderenti dovrebbero far fronte con propri mezzi finanziari all'assolvimento degli oneri fiscali, senza poter conoscere a priori il relativo carico, dipendente anche dal valore delle Azioni ICOP alla data dello scambio. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 4, Paragrafo 4.5, del Comunicato dell'Emittente.

²⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 35) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 96); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 13). La dichiarazione dell'Offerente è riferita esclusivamente all'attività dell'Emittente "in Italia" e alle "sedi italiane", è espressa in termini di mera aspettativa ("si attende") ed è riferita alla sola Data del Documento di Offerta.

²⁹ Il Prospetto ICOP evidenzia che il Gruppo Trevi ha generato all'estero l'81% dei ricavi 2025 e il 78% dei ricavi del primo semestre 2026 (Fattore di rischio A.3.1, pag. 23; Fattore di rischio A.2.4, pagg. 19-20).

³⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pagg. 97-98); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pagg. 13-14). La precisazione dell'Offerente secondo cui le sinergie di costo sarebbero "volte a eliminare mere duplicazioni di costi e a non incidere sulla riduzione dell'organico di Trevi" è riferita al solo scenario di controllo di fatto (Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2, pag. 98).

³¹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2.3 (pag. 100).

³² Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 97). Il Prospetto ICOP precisa che le sinergie stimate dall'Offerente "non considerano il contributo della Divisione Soilmec" (Fattore di rischio A.1.1, pag. 14) e che i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma non riflettono alcuna rettifica in relazione a tale potenziale operazione (Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2, pag. 44).

³³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.6 (pag. 31) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 78), ove si precisa che "qualsiasi imposta sul reddito, ritenuta d'acconto o imposta sostitutiva, ove dovuta, sulla plusvalenza eventualmente realizzata, rimarrà a carico degli Aderenti"; Prospetto ICOP, Capitolo 10, Paragrafo 10.4 (pag. 85).

10. La prospettata coesistenza dell'OPS con l'Offerta Webuild determina ulteriori e rilevanti profili di incertezza, che ogni Azionista deve attentamente considerare prima di aderire all'Offerta

In data 29 luglio 2026 Webuild ha annunciato la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni Trevi, con corrispettivo interamente in denaro pari a Euro 4,50 per Azione Trevi³⁴, il cui documento di offerta è, alla Data del Comunicato dell'Emittente, in corso di istruttoria presso Consob. Fermo restando che il Consiglio esprimerà le proprie valutazioni sull'Offerta Webuild nel comunicato che sarà pubblicato ai sensi dell'art. 103 del TUF in relazione a tale offerta, la prospettata presenza di due offerte concorrenti, eterogenee per natura del corrispettivo, condizioni di efficacia e soglie minime, rende allo stato non prevedibile l'esito delle offerte e l'eventuale ricorso a rilanci, e colloca la decisione di aderire all'OPS in un contesto di accresciuta incertezza.

Il Consiglio richiama in particolare l'attenzione sul fatto che il Documento di Offerta non affronta gli scenari in cui entrambe le offerte divengano efficaci³⁵ e sulla circostanza che — secondo l'interpretazione dell'art. 44, comma 7, del Regolamento Emittenti accolta dalla giurisprudenza — l'adesione all'OPS, ove non revocata entro la chiusura del Periodo di Adesione in conformità alle previsioni di legge applicabili, potrebbe risultare non più reversibile quale che sia l'esito dell'Offerta Webuild, con il rischio, per gli Aderenti all'OPS, di divenire azionisti di minoranza di una ICOP che detenga a sua volta una partecipazione di minoranza in una Trevi controllata da Webuild, senza aver conseguito gli obiettivi di integrazione e le sinergie poste a fondamento dell'Offerta. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 4, Paragrafo 4.11, e alla Sezione 6 del Comunicato dell'Emittente.

³⁴ Cfr. Comunicazione ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF relativa all'Offerta Webuild pubblicata in data 29 luglio 2026; Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 1 (pag. 13) e Sezione A, Paragrafo A.11 (pagg. 37-38).

³⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.11 (pagg. 37-38) e Sezione F, Paragrafi F.1.1 (pagg. 88-89) e F.2 (pagg. 90-91).

PREMESSA

1.1 Il contesto in cui si inserisce l'OPS di ICOP

L'OPS, annunciata al mercato in data 28 giugno 2026 mediante la Comunicazione 102, interviene in una fase particolarmente significativa della recente storia di Trevi, coincidente con il completamento del percorso di risanamento e rilancio intrapreso dalla Società e dal Gruppo negli ultimi anni.

Tale percorso, avviato attraverso l'attuazione delle misure previste dall'accordo di ristrutturazione sottoscritto nel novembre 2022 e accompagnato dal progressivo miglioramento delle *performance* operative del Gruppo, è culminato nella Manovra Finanziaria annunciata al mercato il 30 marzo 2026. La Manovra Finanziaria è stata concepita per rifinanziare l'indebitamento esistente e per dotare il Gruppo di una struttura patrimoniale e finanziaria equilibrata e coerente con gli obiettivi di crescita delineati nel Piano Industriale 2026-2029.

Una componente essenziale della Manovra Finanziaria è stata rappresentata dall'aumento di capitale in opzione deliberato dal consiglio di amministrazione dell'Emittente in data 22 maggio 2026, in esercizio della delega conferita il 13 maggio 2026 dall'assemblea straordinaria degli azionisti, conclusosi con pieno successo. Al termine del periodo di offerta in opzione, svoltosi dall'8 al 25 giugno 2026, risultava già sottoscritto circa il 99,51% delle nuove azioni offerte. I diritti di opzione relativi alla quota residua, pari a circa lo 0,49% dell'offerta, sono stati successivamente integralmente venduti già nel corso della prima seduta dell'offerta in Borsa, con conseguente chiusura anticipata della stessa. A seguito dell'esercizio di tali diritti, l'aumento di capitale è risultato integralmente sottoscritto per un controvalore complessivo pari a Euro 99.928.704, senza che si rendesse necessario l'intervento del consorzio di garanzia né l'impegno di primo accollo da parte del primo azionista della Società.

Il successo dell'aumento di capitale ha consentito di procedere al perfezionamento delle ulteriori componenti della Manovra Finanziaria. In particolare, in data 8 luglio 2026 è stato erogato il nuovo finanziamento bancario a medio-lungo termine per Euro 180 milioni e la Società ha contestualmente rimborsato integralmente l'indebitamento oggetto dell'accordo di ristrutturazione del novembre 2022. Il Gruppo ha inoltre ottenuto nuovi *commitment* relativi a linee di credito operative a breve termine per oltre Euro 70 milioni e a linee di firma per un importo complessivo superiore a Euro 170 milioni.

Con il perfezionamento di tali operazioni, Trevi ha definitivamente concluso il proprio percorso di risanamento finanziario e ha avviato una nuova fase del proprio sviluppo. Il Gruppo dispone oggi di una struttura finanziaria più solida ed equilibrata, caratterizzata da una minore leva e da una maggiore flessibilità, che pone le basi per una più efficace esecuzione del Piano Industriale 2026-2029 e consente di sostenere la crescita delle attività e di valutare selettive opportunità di sviluppo per linee esterne.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'Offerta e il relativo Corrispettivo debbano essere valutati alla luce della profonda evoluzione intervenuta nella situazione patrimoniale, finanziaria e industriale della Società e delle prospettive di crescita e creazione di valore di Trevi a seguito del suo definitivo risanamento.

La valutazione dell'Offerta non può, pertanto, essere ancorata alla situazione storica della Società precedente al completamento della Manovra Finanziaria, ma deve riflettere pienamente i benefici già conseguiti e il valore prospettico della nuova fase di sviluppo avviata dal Gruppo.

Per completezza, si segnala che in data 29 luglio 2026, Webuild ha annunciato, ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Trevi. Per maggiori informazioni sull'Offerta Webuild, si rinvia alla Sezione 6 del presente Comunicato dell'Emittente.

1.2 La struttura dell'Offerta e il Corrispettivo

Come indicato nella Sezione C, Paragrafo C.1, del Documento di Offerta, l'OPS promossa da ICOP ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF ha ad oggetto massime n. 65.578.216 azioni ordinarie di Trevi, rappresentative del 100% del capitale sociale dell'Emittente. L'obiettivo dell'OPS dichiarato dall'Offerente è *“conseguire l'integrazione strategica tra l'Offerente e l'Emittente e, ricorrendone le condizioni, la revoca delle Azioni Trevi dalla quotazione su Euronext Milan”*.³⁶

In data 1° settembre 2026, Consob ha: (i) approvato il Documento di Offerta con delibera n. 24116; e (ii) approvato e autorizzato la pubblicazione del Prospetto ICOP. In pari data, ICOP ha pubblicato la citata documentazione e ha reso noto che il Periodo di Adesione, concordato con Borsa Italiana, avrà inizio alle ore 8:30 del 14 settembre 2026 e si concluderà alle ore 17:30 del 16 ottobre 2026 (estremi inclusi, per complessivi 25 Giorni di Borsa Aperta), con Data di Pagamento il 23 ottobre 2026, salvo proroghe del Periodo di Adesione.³⁷ Si segnala altresì che Borsa Italiana, con provvedimento n. 9141 del 31 agosto 2026, ha disposto l'ammissione a quotazione delle azioni ICOP su Euronext Milan e la contestuale esclusione dalle negoziazioni su EGM; le negoziazioni delle azioni ICOP su Euronext Milan hanno avuto inizio in data 4 settembre 2026.³⁸

Come indicato nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta, trattandosi di offerta pubblica di scambio, il Corrispettivo è pari a n. 0,133 azioni ordinarie ICOP di nuova emissione per ogni azione Trevi portata in adesione (ossia n. 133 Azioni ICOP ogni n. 1.000 Azioni Trevi), fatti salvi gli aggiustamenti ivi previsti.³⁹ Il Corrispettivo non prevede alcuna componente in denaro e il relativo valore dipenderà, pertanto, dall'andamento del prezzo di mercato delle azioni ICOP sino alla Data di Pagamento. In caso di integrale adesione all'Offerta, saranno emesse massime n. 8.721.903 nuove azioni ICOP, rappresentative di circa il 21,5% del capitale sociale dell'Offerente su base *fully diluted*.⁴⁰

Tale Corrispettivo esprime, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla Data di Riferimento pari a Euro 31,300, una valorizzazione pari a Euro 4,163 per ciascuna Azione Trevi e, pertanto, incorpora un premio pari al 20,1% rispetto al prezzo ufficiale di Trevi rilevato alla stessa Data di Riferimento. Per contro, se confrontato con i rapporti di scambio impliciti nelle medie dei prezzi ponderati per i volumi scambiati (VWAP) dei due titoli su orizzonti temporali di 6 e 12 mesi, il Corrispettivo incorpora uno sconto pari rispettivamente a 25,5% e 39,7%.

Tale valorizzazione rappresenta un dato puntuale, calcolato sulla base del prezzo delle azioni ICOP antecedente all'annuncio dell'Offerta, e non costituisce un valore monetario fisso garantito agli azionisti di Trevi. Lo stesso Offerente dà atto che, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni ICOP dell'ultimo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data del Documento di Offerta (pari a Euro 30,415), il Corrispettivo esprime una valorizzazione monetaria unitaria pari a Euro 4,045 per Azione Trevi — rispetto ad un valore di Euro 4,163 riferito alla Data

³⁶ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 1 (pag. 13), nonché Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 34) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 95), ove l'Offerente precisa che *“l'obiettivo principale dell'Offerta è acquisire l'intero capitale sociale dell'Emittente e conseguire il Delisting”* (Sezione A, Paragrafo A.13, pag. 38).

³⁷ Cfr. Documento di Offerta, frontespizio e Premesse, Paragrafo 5 (Tabella dei principali eventi relativi all'Offerta, pagg. 17-24), nonché Sezione F, Paragrafi F.1.1 (pag. 88) e F.5 (pagg. 92-93); Prospetto ICOP, frontespizio e Capitolo 9, Paragrafo 9.1 (pagg. 76-81). Il Documento di Offerta *“incorpora mediante riferimento”* il Prospetto ICOP e *“deve essere letto congiuntamente al (e a reciproca integrazione col) Prospetto Informativo”* (Documento di Offerta, Premesse, Paragrafi 1 e 4, pagg. 12-13 e 17).

³⁸ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 13) e Paragrafo 5 (pag. 20), Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 35); Prospetto ICOP, Capitolo 9, Paragrafo 9.5 (pag. 82). Per le conseguenze dell'intervenuta ammissione a quotazione ai fini dell'esenzione di cui all'art. 106, comma 4, del TUF si rinvia alla Sezione 5, Paragrafo 5.2, del presente Comunicato dell'Emittente.

³⁹ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 14) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pagg. 77-81). Le parti frazionarie di Azioni ICOP saranno aggregate e cedute sul mercato, con riconoscimento agli Aderenti di un importo in contanti (Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.7.4, pag. 34, e Sezione F, Paragrafo F.6, pagg. 93-94).

⁴⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.2 (pagg. 81-82); Prospetto ICOP, Capitolo 15 (pagg. 88-89), ove la diluizione degli attuali azionisti di ICOP è quantificata nel 21,48%.

di Riferimento— e che “i prezzi di borsa ufficiali delle Azioni ICOP possono variare (ivi incluso nel Periodo di Adesione e fino alla Data di Pagamento)”.⁴¹

In data 20 agosto 2026, il Consiglio di Amministrazione dell’Offerente, in esecuzione della Delega conferita dall’assemblea straordinaria degli azionisti di ICOP del 28 luglio 2026, ha deliberato l’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta e ha contestualmente reso noto, ai sensi dell’art. 43 del Regolamento Emittenti, di aver modificato la Condizione Soglia e la Condizione Finanziamento (il “**Comunicato Modifiche**”). Per le valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito a tali modifiche si rinvia alla Sezione 5 del presente Comunicato dell’Emittente.

1.3 Le finalità del Comunicato dell’Emittente

Il presente Comunicato dell’Emittente, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell’Emittente nel corso dell’adunanza del 10 settembre 2026, è stato redatto ai sensi e per gli effetti dell’art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell’art. 39 del Regolamento Emittenti.

Il Comunicato dell’Emittente è finalizzato ad integrare il patrimonio informativo degli Azionisti rispetto alle informazioni già fornite da ICOP nel Documento di Offerta, esprimendo *inter alia*, le valutazioni e le considerazioni del Consiglio di Amministrazione di Trevi sull’Offerta, sulle motivazioni della medesima, sui programmi elaborati da ICOP e sulla congruità del Corrispettivo offerto agli Azionisti.

1.4 Anticipazione delle conclusioni del Consiglio di Amministrazione di Trevi

Per le ragioni riportate nelle Sezioni 2, 3, 4 e 5 del presente Comunicato dell’Emittente, il Consiglio di Amministrazione, a seguito di un’attenta valutazione delle informazioni disponibili e tenuto conto di vari fattori — ivi incluse le *fairness opinion* rilasciate dagli Advisor Finanziari — ha ritenuto il Corrispettivo non congruo dal punto di vista finanziario e l’Offerta non conveniente per gli Azionisti di Trevi.

Le conclusioni del Consiglio di Amministrazione sono illustrate nella Sezione 10 del presente Comunicato dell’Emittente.

Si invitano gli Azionisti di Trevi a leggere attentamente il Comunicato dell’Emittente, così da poter beneficiare di un patrimonio informativo comprensivo delle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di Trevi sull’Offerta.

Si precisa in ogni caso che, per una compiuta e integrale conoscenza dei presupposti, termini e condizioni dell’Offerta, occorre fare riferimento al Documento di Offerta pubblicato e messo a disposizione dall’Offerente ai sensi delle disposizioni di legge e regolamentari applicabili.

Il presente Comunicato dell’Emittente non costituisce in alcun modo, né può essere inteso come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all’Offerta né sostituisce il giudizio di ciascun Azionista in relazione all’Offerta medesima.

⁴¹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 81), sub “Valorizzazione monetaria del Corrispettivo”, e definizioni di “Valore Monetario Unitario di Mercato della Azione ICOP Antecedente la Data del Documento di Offerta” e di “Valore Monetario Unitario di Mercato del Corrispettivo Antecedente la Data del Documento di Offerta” (pag. 10). Si segnala inoltre che, secondo la Sezione E, Paragrafo E.4, del Documento di Offerta (pagg. 85-86), il Corrispettivo (inteso come Euro 4,163) esprime uno sconto del 2,6% e del 6,2% rispetto, rispettivamente, alla media ponderata dei prezzi ufficiali delle Azioni Trevi dei 6 e dei 12 mesi antecedenti la Data di Riferimento (pari a Euro 4,276 ed Euro 4,439).

2 VALUTAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLA CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO

2.1 Principali informazioni sul Corrispettivo contenute nel Documento di Offerta

Il Consiglio di Amministrazione prende atto che il Corrispettivo dell'OPS, secondo quanto indicato, fra l'altro, nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta, è pari a n. 0,133 Azioni ICOP per ciascuna Azione Trevi portata in adesione all'OPS.

Il Corrispettivo è soggetto ad aggiustamento nelle seguenti ipotesi: (i) qualora, prima della Data di Pagamento, l'Emittente e/o l'Offerente deliberino e/o paghino un dividendo (ivi incluso un acconto sui dividendi), effettuino una distribuzione di riserve ai propri azionisti, ovvero sia staccata la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati, il Corrispettivo sarà rettificato per tenere conto del dividendo (o del relativo acconto) ovvero della riserva distribuita; (ii) qualora l'Emittente approvi o dia corso a qualsiasi operazione sul proprio capitale sociale (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni Trevi (ivi incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni), il Corrispettivo sarà aggiustato di conseguenza nel caso in cui l'Offerente rinunci ad avvalersi della relativa Condizione di Efficacia, ove applicabile, in relazione a detto singolo evento, ferme restando le Condizioni di Efficacia dell'Offerta.

Ai fini dell'Offerta, in considerazione della natura del Corrispettivo, rappresentato da azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione, offerte in scambio a fronte di azioni ordinarie dell'Emittente portate in adesione all'Offerta, il Consiglio di Amministrazione di Trevi ha proceduto ad effettuare la valutazione delle Azioni Trevi e delle Azioni ICOP nell'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle stesse, sulla base di documenti, dati ed informazioni sia pubbliche che private fornite dal management. Le considerazioni e le stime effettuate vanno dunque intese in termini relativi e con riferimento limitato all'Offerta. Le analisi valutative effettuate dal Consiglio di Amministrazione, per la determinazione del rapporto di scambio sono state effettuate in ottica comparativa e privilegiando il principio di omogeneità relativa e confrontabilità delle metodologie di valutazione applicate.

Le metodologie di valutazione e i conseguenti valori economici delle Azioni Trevi e Azioni ICOP sono stati individuati al solo scopo di supportare l'analisi in merito alla congruità o meno del Corrispettivo. In nessun caso tali valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni del prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

In particolare, secondo quanto indicato nella Sezione E, Paragrafo E.1, del Documento di Offerta, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha determinato il Corrispettivo “*sulla base di dati pubblici*”, avvalendosi delle proprie funzioni interne con il supporto di UniCredit S.p.A. — senza avvalersi “*di perizie né di pareri di congruità*” — e utilizzando, quali metodologie principali, il metodo dei multipli di mercato (EV/EBITDA ed EV/EBIT 2026 e 2027) e il metodo dei prezzi target degli analisti di ricerca, nonché, quale riferimento secondario, i concambi impliciti nei prezzi di mercato correnti e nelle medie ponderate per i volumi.⁴²

L'Offerente riconosce le seguenti limitazioni delle proprie analisi: (i) utilizzo esclusivo di dati pubblici; (ii) assenza di qualsivoglia attività di *due diligence* su Trevi; (iii) indisponibilità di un piano industriale completo di Trevi e di ICOP alla Data di Riferimento, con conseguente ricorso alle stime degli analisti (FactSet); (iv) limitata copertura da parte degli analisti e (v) grado di liquidità dei titoli⁴³.

Il Consiglio rileva altresì che, secondo la tabella riportata nella Sezione E, Paragrafo E.1, talune delle stesse metodologie applicate dall'Offerente esprimono concambi impliciti superiori al Corrispettivo (EV/EBITDA

⁴² Cfr. Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.1 (pagg. 77-81).

⁴³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.6 (pag. 31).

2027: 0,142x-0,151x; prezzi target degli analisti: 0,130x-0,142x), sicché il Corrispettivo si colloca nella parte bassa, o al di sotto, degli intervalli individuati dall'Offerente medesimo.

2.2 Non congruità, da un punto di vista finanziario del Corrispettivo

Il Consiglio di Amministrazione ha fatto proprio il lavoro compiuto da Mediobanca, in qualità di *advisor* finanziario della Società in relazione all'Offerta, e Vitale, in qualità di *advisor* finanziario indipendente a supporto del Consiglio di Amministrazione, come descritto nei paragrafi successivi del presente Comunicato dell'Emittente, e sulla base delle assunzioni del *management* e con il supporto dei propri Advisor Finanziari, ha identificato degli intervalli di rapporto di scambio implicito, ottenuti tramite l'utilizzo delle metodologie successivamente illustrate.

Il Consiglio di Amministrazione di Trevi ha ritenuto di utilizzare i seguenti metodi valutativi:

- (i) il metodo del “*Discounted Cash Flow*”; e
- (ii) il metodo dei “Multipli di Borsa” (EV/EBITDA ed EV/EBIT) di società attive in settori simili a quelli in cui operano Trevi e ICOP.

Nello svolgimento delle rispettive analisi valutative, gli Advisor Finanziari hanno fatto riferimento a documenti, dati ed informazioni di natura pubblica, nonché a informazioni riservate fornite dal *management* di Trevi concernenti le attese di sviluppo delle attività della Società e dei relativi risultati economici e patrimoniali. Gli Advisor Finanziari hanno inoltre svolto approfondimenti con il *management* di Trevi al fine di acquisire chiarimenti in merito, tra l'altro, a (i) le principali assunzioni sottostanti le proiezioni economico-finanziarie incluse nel Piano Industriale di Trevi; (ii) le analisi elaborate dal *management* di Trevi sulla sostenibilità e conseguibilità delle proiezioni economico-patrimoniali incluse nel Piano Industriale di ICOP approvato dal Consiglio di Amministrazione di ICOP in data 19 luglio 2026 e reso noto al mercato in data 20 luglio 2026, (iii) la valutazione di Trevi in merito alle sinergie operative e commerciali stimate da ICOP nell'ambito dell'Offerta, nonché alle principali considerazioni relative alla sostenibilità e conseguibilità delle stesse, (iv) le stime elaborate da Trevi in relazione ai benefici fiscali derivanti dall'utilizzo, su base standalone, delle attività per imposte anticipate (“*Deferred Tax Assets*” o “DTA”).

In particolare, tenuto conto che:

- (i) nell'ambito delle analisi condotte ai fini della redazione delle *fairness opinion*, gli Advisor Finanziari hanno adottato differenti metodologie/analisi valutative;
- (ii) ogni metodologia di valutazione deve essere considerata come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia deve essere letta alla luce della complementarità che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo unitario; e
- (iii) le analisi condotte dagli Advisor Finanziari sono volte a stimare i *range* del rapporto di scambio e a verificare la congruità o meno del Corrispettivo dal punto di vista finanziario,

il Consiglio di Amministrazione di Trevi, sulla base delle assunzioni del *management* e con il supporto dei propri Advisor Finanziari, ha identificato degli intervalli di rapporto di scambio ottenuti applicando le metodologie valutative adottate dagli Advisor Finanziari nelle rispettive *fairness opinion*.

Si segnala inoltre che il Consiglio ha ritenuto opportuno svolgere le proprie analisi valutative senza attribuire valore ai potenziali benefici derivanti:

- dall'eventuale accelerazione nell'utilizzo delle attività per imposte anticipate (DTA) che potrebbe conseguire all'aggregazione tra ICOP e Trevi, pur considerando, nella valutazione standalone di Trevi, il recupero delle DTA riferibili a Trevi sulla base delle prospettive della Società;

- dalle eventuali sinergie industriali e operative prospettate dall'Offerente, tenuto conto delle valutazioni formulate dal *management* della Società in merito alla sostenibilità e conseguibilità delle stesse, come descritto al Paragrafo 3.3.

Sulla base di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione di Trevi ha stimato i seguenti range per il rapporto di scambio determinati come media dei minimi e dei massimi dei *range* individuati da ciascun Advisor Finanziario:

Metodologia	Minimo	Massimo
Discounted Cash Flow	0,251x	0,312x
Multipli di Borsa	0,222x	0,301x

2.3 *Fairness opinion* degli Advisor Finanziari

2.3.1 Conferimento degli incarichi agli Advisor Finanziari

Al fine di poter valutare con maggiore completezza il Corrispettivo da un punto di vista finanziario, l'Emittente ha conferito separatamente l'incarico a Mediobanca, in qualità di advisor finanziario della Società in relazione all'Offerta, e a Vitale, in qualità di advisor finanziario indipendente a supporto del Consiglio di Amministrazione, con lo scopo di fornire elementi, dati e riferimenti finanziari utili a supporto delle proprie valutazioni. Gli Advisor Finanziari hanno svolto le proprie analisi in maniera autonoma e indipendente e hanno reso, a beneficio del Consiglio di Amministrazione, le proprie *fairness opinion* in data 10 settembre 2026.

Copia delle suddette *fairness opinion* (che includono le assunzioni su cui le stesse si basano, le procedure adottate, gli scenari esaminati e le limitazioni alle analisi svolte in relazione a tali pareri), alle quali si rinvia per maggiori informazioni, sono allegate al Comunicato dell'Emittente sub Allegato A e Allegato B.

2.3.2 Metodologie di valutazione utilizzate dagli Advisor Finanziari

Ai fini della redazione delle *fairness opinion* – e conformemente alle prassi ordinarie applicate dalle primarie banche di investimento italiane ed internazionali nel rilascio di analoghe *fairness opinion* e nello svolgimento di analoghe valutazioni – gli Advisor Finanziari hanno utilizzato dati, informazioni e documenti forniti da Trevi e/o di pubblico dominio, svolgendo una serie di analisi finanziarie basate sull'applicazione di metodologie valutative comunemente accettate dalla migliore prassi valutativa per il settore di riferimento di Trevi e ICOP, al fine di stimare i *range* di rapporto di scambio e determinare o meno l'eventuale congruità del Corrispettivo da un punto di vista finanziario.

Il processo di redazione di una *fairness opinion* è un processo analitico complesso, che comporta la selezione delle metodologie di analisi finanziaria più adeguate al caso e, dunque, all'applicazione di queste ultime alle circostanze concrete. Nessuna delle metodologie di valutazione od analisi indicate di seguito deve pertanto essere considerata individualmente, ma ogni metodologia di valutazione deve essere considerata come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia dovrà essere letta alla luce della complementarità che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo unitario.

Si segnala che il Corrispettivo offerto da ICOP non è costituito da denaro, ma è costituito da un rapporto di scambio tra le Azioni Trevi e le Azioni ICOP di nuova emissione. Per questa ragione, la valutazione del Corrispettivo è stata svolta facendo riferimento a intervalli del valore implicito del rapporto di scambio determinati sulla base delle stime di *range* di valori economici per Trevi e ICOP ottenute applicando le metodologie valutative di seguito descritte.

Le stime su cui si fondano le valutazioni e le analisi effettuate dagli Advisor Finanziari e i *range* di rapporto di scambio ottenuti tramite l'applicazione delle varie metodologie utilizzate non sono necessariamente indicativi di valori o risultati attuali né futuri, che potrebbero discostarsi anche significativamente nella realtà da quelli sottesi a tali analisi. Ogni analisi relativa al valore di aziende o strumenti finanziari non costituisce pertanto (né intende costituire) stime dei prezzi a cui tali aziende e strumenti finanziari possono essere compravenduti sul mercato.

Sebbene l'esposizione che segue non costituisca una descrizione esaustiva di tutte le analisi effettuate e dei fattori presi in considerazione dagli Advisor Finanziari ai fini della stesura delle *fairness opinion*, nel caso di specie, sono state considerate le seguenti metodologie valutative al fine di stimare il valore economico di Trevi e di ICOP:

- (i) Metodologia del Discounted Cash Flow; e
- (ii) Metodologia dei Multipli di Borsa.

Per ulteriori dettagli circa le metodologie ed ulteriori analisi applicate da ciascun Advisor Finanziario si fa rimando ai contenuti delle rispettive *fairness opinion*.

Nell'applicazione delle metodologie valutative sopra riportate, ove rilevante, sono stati utilizzati come riferimento i seguenti dati prospettici:

- (i) con riguardo a Trevi, i dati prospettici inclusi nel Piano Industriale 2026-2029, così come approvati dal Consiglio di Amministrazione in data 29 marzo 2026 e comunicati al mercato in data 30 marzo 2026; e
- (ii) con riguardo a ICOP, (a) su istruzione del *management* di Trevi, le proiezioni economico-finanziarie 2026-2029 rappresentate nei *report* degli analisti che coprono il titolo successivi alla pubblicazione del Piano Industriale di ICOP. Tale approccio riflette la valutazione del *management* di Trevi secondo cui le previsioni contenute nel Piano Industriale di ICOP incorporano tassi di crescita significativamente superiori alle aspettative di mercato e ritenuti non pienamente sostenibili nel medio-lungo periodo. Pur avendo elaborato proprie stime di ICOP riviste sulla base dell'esperienza operativa e dei *trend* di settore (ulteriormente conservative rispetto alle stime degli analisti), il *management* di Trevi ha ritenuto opportuno adottare, in un'ottica prudentziale, il *brokers' consensus*.

Il processo valutativo ha tenuto conto, con riferimento a Trevi, di ulteriori componenti di valore non riflesse nelle stime prospettiche utilizzate ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative. In particolare, è stato considerato il valore positivo associato alle DTA derivanti da perdite fiscali riportabili.

Si segnala inoltre che gli Advisor Finanziari, su istruzione del *management* di Trevi, hanno ritenuto opportuno non attribuire valore, nelle loro stime degli intervalli del rapporto di scambio, ai potenziali benefici derivanti dalle eventuali sinergie industriali e operative prospettate dall'Offerente, tenuto conto delle valutazioni formulate dal *management* della Società in merito alla sostenibilità e conseguibilità delle stesse.

2.3.3 Sintesi delle analisi svolte dagli Advisor Finanziari

(i) Mediobanca

Mediobanca in qualità di advisor finanziario dell'Emittente, ha emesso il proprio parere in data 10 settembre 2026 (qui accluso sub Allegato A). Secondo il parere reso da Mediobanca, a tale data e sulla base dei fattori e delle assunzioni ivi specificati, il Corrispettivo offerto agli Azionisti dell'Emittente ai sensi del Comunicato sull'Offerta e del Documento di Offerta è non congruo da un punto di vista finanziario.

Le valutazioni espresse nel parere di Mediobanca sono state condotte in ottica *stand-alone* e di *going concern*. Pertanto, i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari e/o operativi dell'operazione. Ciascun metodo di valutazione

prescelto, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana che internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche.

Ciò premesso e nel rinviare al parere sub Allegato A per tutti gli elementi di ulteriore dettaglio, si evidenzia che Mediobanca ha condotto alcune analisi finanziarie per stimare gli intervalli dei rapporti di scambio, di seguito riassunte.

A. DCF

Come metodo principale ai fini della valorizzazione relativa di Trevi e di ICOP è stato selezionato il DCF. Tale metodo è riconosciuto dalla dottrina e dalla prassi internazionale come il metodo più analitico e l'unico, fra i metodi selezionati, in grado di recepire pienamente le proiezioni economico-finanziarie delle due società.

Il Metodo del Discounted Cash Flow porta ad esprimere il "valore della società" (MV) come differenza tra il valore attuale netto delle sue attività operative (EV), il valore di mercato del suo debito finanziario netto (NFP), l'eventuale patrimonio di terzi (MINT) e il trattamento di fine rapporto (TFR).

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo del DCF si ottiene un *range* dei rapporti di scambio (i.e. numero azioni dell'Offerente per ciascuna azione dell'Emittente) compreso tra 0,241x e 0,347x.

B. Multipli di Borsa

Il metodo dei Multipli di Borsa è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione del criterio si calcolano una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali delle aziende oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa si ottiene un *range* dei rapporti di scambio (i.e. numero azioni dell'Offerente per ciascuna azione dell'Emittente) compreso tra 0,215x e 0,313x.

Non sono stati invece considerati ai fini della determinazione del parere, il metodo dell'andamento dei prezzi di Borsa, dell'analisi storica dei premi applicati nelle offerte pubbliche precedenti rispetto al prezzo di mercato dei titoli oggetto d'offerta nonché il metodo dei Prezzi Obiettivo, in quanto tali metodologie evidenziano significativi limiti di applicabilità.

Sintesi dei risultati ottenuti

Nella tabella seguente si riportano gli intervalli dei rapporti di scambio (i.e. numero azioni dell'Offerente per ciascuna azione dell'Emittente) come risultanti dall'applicazione delle metodologie valutative utilizzate.

Metodologie valutative	Minimo	Massimo
DCF	0,241x	0,347x
Multipli di Borsa	0,215x	0,313x

(ii) Vitale

Il Consiglio di Amministrazione si è avvalso di Vitale quale *advisor* finanziario indipendente, il quale ha emesso il proprio parere in data 10 settembre 2026 (qui accluso sub Allegato B). Secondo il parere reso da Vitale, a tale data e sulla base dei fattori e delle assunzioni ivi specificati, il Corrispettivo offerto agli Azionisti dell'Emittente ai sensi del Comunicato sull'Offerta e del Documento di Offerta è non congruo da un punto di vista finanziario.

Al fine di esprimersi sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo, Vitale ha proceduto a stimare il valore economico attribuibile a un'Azione Trevi e a un'Azione ICOP sulla base delle informazioni ricevute, utilizzando metodologie comunemente impiegate nella migliore prassi valutativa nazionale ed internazionale di operazioni similari, in ipotesi di continuità gestionale (cd. *going concern*) e adottando una prospettiva cd. *standalone* dell'Emittente e dell'Offerente.

In particolare, al fine di stimare il valore economico di Trevi e di ICOP - e quindi il valore economico attribuibile a un'Azione Trevi e a un'Azione ICOP - sono state utilizzate le seguenti metodologie valutative: (i) la metodologia dei flussi di cassa operativi attualizzati, cd. *Unlevered Discounted Cash Flow* ("DCF") e (ii) quale metodo di controllo, la metodologia dei multipli di Borsa ("Multipli di Borsa") di società quotate operanti nei settori *General Contractors & Specialized, Microtunneling e Soil Machinery*.

Sono state inoltre effettuate le seguenti analisi, per le quali si rimanda direttamente alla *fairness opinion*: (i) andamento dei prezzi di Borsa dell'Emittente e dell'Offerente in diversi periodi temporali antecedenti la Data di Riferimento (inclusa), e (ii) premi pagati nell'ambito di talune offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio promosse in Italia a partire dal 2023.

La seguente descrizione sintetica delle metodologie valutative utilizzate non deve essere considerata, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutti gli approfondimenti svolti in relazione alla propria *fairness opinion*.

A. DCF

Con l'applicazione del DCF si determina il valore del capitale economico di una società scontando i flussi di cassa cd. *unlevered* prospettici di detta società ad un dato costo medio ponderato del capitale, al netto della posizione finanziaria netta e dei cd. *debt-like items*.

La valutazione di Trevi e di ICOP è stata effettuata partendo dall'analisi dei flussi di cassa operativi dei due gruppi così come desunti, rispettivamente, dal Piano Industriale e dal *brokers' consensus* di ICOP, tenendo in considerazione anche i risultati registrati dagli stessi nel primo semestre 2026.

Si segnala che l'applicazione della metodologia DCF conduce a valori che sono in larga parte riferibili al cd. *terminal value* (ovvero il valore attuale dei flussi di cassa operativi generati da un'azienda oltre l'orizzonte temporale esplicito delle proiezioni), il quale è significativamente influenzato dalle assunzioni fatte in relazione al flusso di cassa normalizzato ed al tasso di crescita di lungo periodo "g".

B. Multipli di Borsa (metodo di controllo)

La valutazione è stata effettuata applicando i multipli ponderati Enterprise Value/ EBITDA 2027 ed Enterprise Value / EBIT 2027 di società quotate operanti nei settori *General Contractors & Specialized e Soil Machinery* per Trevi e *General Contractors & Specialized e Microtunneling* per ICOP ai corrispondenti valori del Piano Industriale e del *brokers' consensus* di ICOP (tenendo conto anche delle rispettive poste di *bridge to equity*).

I multipli sono stati calcolati sulla base dei prezzi di mercato medi degli ultimi 3 mesi a partire dalla data dell'8 settembre 2026 delle società quotate selezionate.

Si sottolinea che la metodologia dei Multipli di Borsa presenta limitazioni di carattere generale connesse alla natura sintetica ed empirica della stessa, oltre che alle differenze intrinseche delle società individuate rispetto a Trevi e ICOP in termini di dimensione, diversificazione del business e categorie di servizi forniti, mercati di sbocco e geografie di presenza.

Sintesi dei risultati ottenuti

Nella tabella seguente si riportano gli intervalli dei rapporti di scambio (i.e. numero azioni dell'Offerente per ciascuna azione dell'Emittente) come risultanti dall'applicazione delle metodologie valutative utilizzate.

Metodologie valutive	Minimo	Massimo
DCF	0,261x	0,277x
Multipli di Borsa (metodo di controllo)	0,228x	0,289x

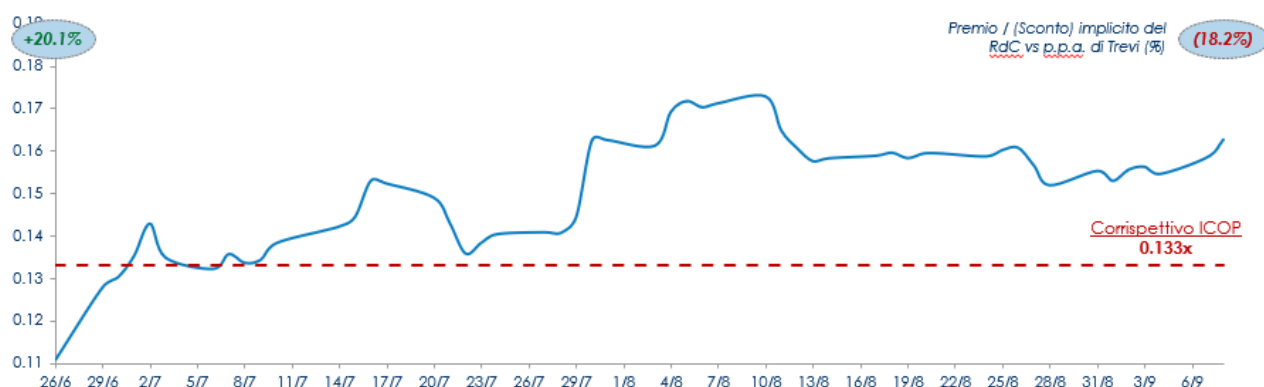
Le valutazioni contenute nella *fairness opinion* di Vitale sono riferite alle condizioni di mercato ed economiche valutabili sino alla data dell'8 settembre 2026. Vitale non assume, pertanto, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali carenze o difetti delle analisi o delle loro conclusioni dipendenti dall'intervallo temporale tra la data delle analisi contenute nella propria *fairness opinion* e la data in cui l'Offerta sarà perfezionata.

Per ulteriori dettagli circa le metodologie applicate e le analisi effettuate dagli Advisor Finanziari si fa rimando ai contenuti delle rispettive *fairness opinion*, allegate al Comunicato dell'Emittente sub Allegato A e Allegato B.

2.4 Il mercato attualmente esprime un valore superiore rispetto al Corrispettivo proposto dall'Offerente

Dalla Data di Annuncio alla Data del Comunicato dell'Emittente, il Corrispettivo ha sostanzialmente sempre riflesso uno sconto implicito rispetto al prezzo dell'Azione Trevi. Infatti, in tale periodo, il rapporto di scambio implicito nei prezzi ufficiali di mercato è stato pari o superiore al Corrispettivo.

Il seguente grafico evidenzia l'evoluzione del rapporto di scambio implicito nei prezzi ufficiali di Trevi e ICOP dalla Data di Annuncio alla data dell'8 settembre 2026. Si segnala che lo sconto implicito del Corrispettivo rispetto al prezzo dell'Azione Trevi all'8 settembre 2026 è pari a circa il 18,2%.



2.5 Conclusioni sulla non congruità del Corrispettivo

Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha preso atto di quanto indicato nel Documento di Offerta e ha analizzato i contenuti e le conclusioni delle *fairness opinion* rilasciate dagli Advisor Finanziari, delle quali ha condiviso metodo, assunzioni e considerazioni conclusive. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ritiene che le impostazioni metodologiche seguite dagli Advisor Finanziari siano coerenti con la prassi di mercato.

Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, alla luce delle proprie valutazioni, anche tenuto conto di quanto espresso dagli Advisor Finanziari nelle *fairness opinion*, ritiene che il Corrispettivo sia non congruo dal punto di vista finanziario, in quanto inferiore ai *range* stimati dagli Advisor Finanziari nelle rispettive *fairness opinion*.

3 VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLE MOTIVAZIONI DELL'OFFERTA E AI PROGRAMMI ELABORATI DALL'OFFERENTE

In via preliminare, il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che l'Offerta non è stata in alcun modo sollecitata, né preventivamente discussa o concordata con l'Offerente.

Secondo quanto rappresentato dall'Offerente nella Sezione A, Paragrafo A.8, e nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta, l'Offerta “è finalizzata a conseguire l'integrazione strategica tra l'Offerente e l'Emittente” e si fonderebbe sui seguenti elementi: la “creazione di un leader internazionale nelle fondazioni speciali”, con un *backlog* combinato superiore a Euro 2,2 miliardi e ricavi *pro-forma* 2025 superiori a Euro 1 miliardo; la creazione di “un campione internazionale italiano”; la “valorizzazione del capitale umano”; la “complementarità geografica e accesso immediato a nuovi mercati”; “sinergie e creazione di valore” (quantificate in Euro 120-140 milioni di ricavi addizionali annui e Euro 55-75 milioni di EBITDA annuo a regime dal quarto anno); la “capacità di innovazione e investimento in ricerca e sviluppo”; il “rafforzamento del profilo finanziario”; e un “razionale del timing dell'operazione” fondato sulla circostanza che Trevi “ha completato un percorso di ristrutturazione industriale e finanziaria” il cui “valore pieno” non potrebbe, ad avviso dell'Offerente, essere catturato dalle due società operando in modo indipendente.⁴⁴

Ciò premesso, e fermo quanto riportato nella precedente Sezione 2 in merito alle valutazioni del Consiglio di Amministrazione sul Corrispettivo, il Consiglio ritiene opportuno sottoporre all'attenzione degli Azionisti alcune ulteriori considerazioni rilevanti ai fini della valutazione dell'Offerta, delle motivazioni sottese alla stessa e dell'opportunità di diventare azionisti di ICOP. In particolare, il Consiglio evidenzia che:

- (i) Trevi rappresenta un operatore caratterizzato da asset industriali, tecnologici e commerciali distintivi, da una presenza internazionale difficilmente replicabile e da una strategia *standalone* credibile, supportata da un significativo *backlog* e da prospettive di crescita autonome;
- (ii) l'Offerta è stata promossa in una fase immediatamente successiva al completamento del percorso di rafforzamento patrimoniale e finanziario di Trevi (sebbene prima della conclusione dell'asta dell'inoptato e della completa sottoscrizione dell'Aumento di Capitale), quando il valore derivante dall'esecuzione del Piano Industriale 2026-2029 potrebbe non risultare ancora pienamente riflesso nei corsi di mercato;
- (iii) una parte significativa del razionale economico e industriale dell'Operazione appare fondata sul conseguimento di sinergie future caratterizzate da rilevanti elementi di incertezza, che non risultano adeguatamente descritte né valorizzate a beneficio degli Azionisti di Trevi, pur fondandosi principalmente su *asset* e capacità già propri del Gruppo Trevi, inclusi il relativo *network* internazionale e le relazioni commerciali consolidate;
- (iv) il raggiungimento degli obiettivi strategici dichiarati dall'Offerente presuppone l'integrazione di due gruppi caratterizzati da differenti dimensioni, presenza geografica, organizzazione e modelli operativi, in assenza di un piano industriale della società risultante dalla combinazione e con limitata evidenza circa la capacità dell'Offerente di gestire operazioni di analoga complessità;
- (v) permangono significativi elementi di incertezza in merito alle future scelte strategiche dell'Offerente riguardo ad alcuni asset distintivi del Gruppo Trevi, tra cui Soilmec, nonché ai potenziali riflessi organizzativi e occupazionali conseguenti all'integrazione;

⁴⁴ Le medesime motivazioni sono riprese nel Prospetto ICOP, ove l'Offerente precisa tuttavia che le direttrici strategiche del piano post-integrazione “si fondano su valutazioni preliminari del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente non ancora formalizzate in un piano integrato” (Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1, pag. 13).

- (vi) il Corrispettivo è interamente rappresentato da azioni ICOP e richiede pertanto un'attenta valutazione delle caratteristiche del titolo ricevuto, storicamente caratterizzato da limitata liquidità e ridotto flottante; e
- (vii) le dichiarazioni dell'Offerente in merito all'eventuale fusione di Trevi in ICOP (o in una società non quotata da questa controllata) e la riserva di porre in essere, a propria discrezione, ulteriori operazioni straordinarie e riorganizzazioni societarie e aziendali, per la loro genericità e per l'ampiezza delle operazioni ipotizzate, non consentono agli Azionisti di apprezzare la configurazione industriale e societaria che l'Emittente e il gruppo risultante dalla combinazione assumerebbero all'esito dell'Offerta.

3.1 Trevi è una società con caratteristiche distintive che dispone di una credibile strategia standalone futura

Un operatore globale specializzato dotato di un posizionamento competitivo peculiare

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che Trevi rappresenti un *asset* industriale caratterizzato da elementi distintivi difficilmente replicabili nel settore delle costruzioni e delle infrastrutture specialistiche.

A differenza dei *general contractor* tradizionali, Trevi opera prevalentemente in un segmento altamente specializzato dell'ingegneria del sottosuolo e delle fondazioni speciali, ambito che richiede competenze tecniche, esperienza esecutiva e know-how maturati nel corso di oltre sessant'anni di attività in numerosi mercati internazionali. La Società vanta un consolidato *track-record* nella realizzazione di opere particolarmente complesse e ad elevato contenuto tecnologico, tra cui grandi infrastrutture ferroviarie, metropolitane, portuali, dighe, ponti e progetti legati alla transizione energetica.

Trevi beneficia inoltre di relazioni di lungo periodo con primari clienti e *general contractor* internazionali, sviluppate attraverso la partecipazione a progetti infrastrutturali di rilevanza strategica in numerose aree geografiche. Tale posizionamento rappresenta una significativa barriera all'ingresso e consente alla Società di competere prevalentemente sulla base delle competenze tecniche e dell'affidabilità esecutiva piuttosto che sul solo prezzo.

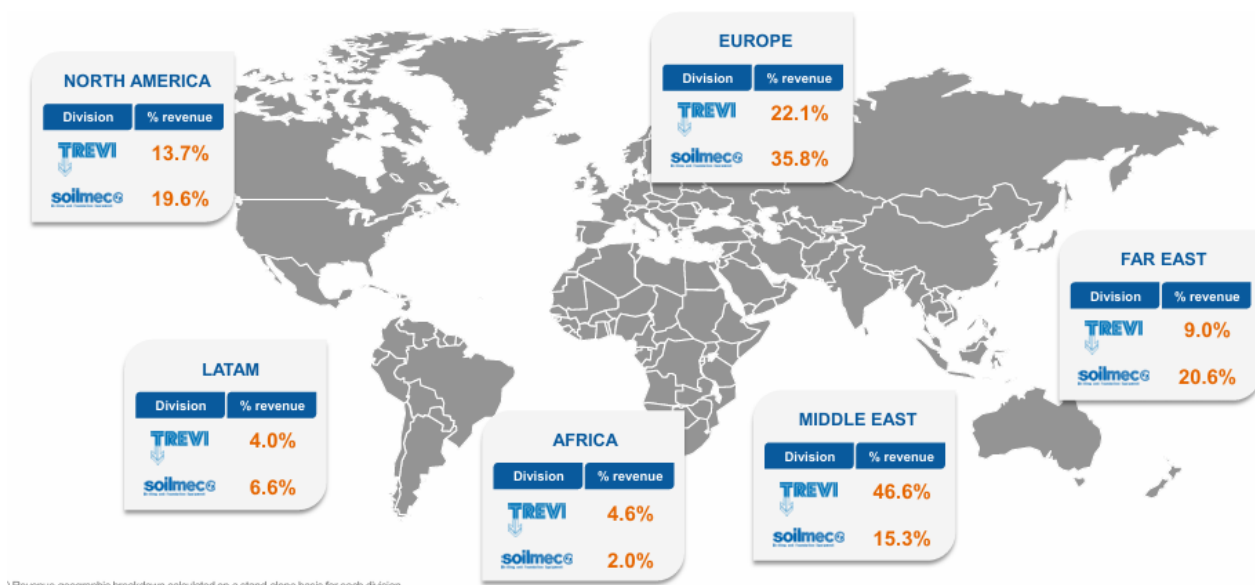
Il Consiglio osserva altresì che il Gruppo opera in un segmento di mercato che presenta caratteristiche economiche e operative strutturalmente differenti rispetto a quelle tipiche delle imprese di costruzioni generaliste. In particolare, le attività di fondazioni speciali vengono generalmente svolte nella fase iniziale dei grandi progetti infrastrutturali e sono caratterizzate da una durata media dei contratti significativamente inferiore rispetto a quella dei *general contractor*. Tale elemento contribuisce a limitare l'esposizione a ritardi esecutivi, varianti progettuali, contenziosi e fenomeni inflattivi di lungo periodo, favorendo al contempo una maggiore visibilità operativa e una più efficiente gestione del capitale circolante.

L'elevata specializzazione tecnica del Gruppo trova riflesso anche nei livelli di marginalità storicamente conseguiti, che si attestano su valori superiori rispetto a quelli mediamente registrati da numerosi operatori del settore delle costruzioni. Nel 2025 il Gruppo ha registrato un EBITDA ricorrente pari a Euro 85,5 milioni, corrispondente a un margine del 13,7%, in forte crescita rispetto al 12,6% riportato nel 2024, confermando la capacità di generare redditività anche in contesti macroeconomici complessi. Tale andamento risulta coerente con i risultati conseguiti nel primo semestre 2026, caratterizzati da una redditività operativa pari a Euro 40,0 milioni e da un EBITDA margin del 14,8%, in miglioramento rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente. Il Consiglio di Amministrazione osserva inoltre che la Società ha registrato nel semestre un livello record di backlog pari a Euro 928 milioni e ordini acquisiti per Euro 424 milioni, elementi che contribuiscono ad accrescere la visibilità sulla crescita futura e che hanno consentito al management di confermare la guidance per l'esercizio 2026 precedentemente comunicata al mercato.

Una rete internazionale distintiva e difficilmente replicabile

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che uno dei principali elementi di valore del Gruppo sia rappresentato dalla propria presenza internazionale, sviluppata nell'arco di oltre sessant'anni di attività e consolidata attraverso l'esecuzione di progetti complessi in numerosi mercati geografici. Trevi opera oggi attraverso una piattaforma globale che le consente di presidiare stabilmente Europa, Nord America, America Latina, Medio Oriente, Africa e Asia, beneficiando di relazioni consolidate con committenze pubbliche e private, general contractor internazionali e principali operatori infrastrutturali.

Il grafico di seguito illustra la ripartizione geografica dei ricavi 2025 di Trevi:



La presenza internazionale non rappresenta esclusivamente una fonte di diversificazione geografica dei ricavi, ma costituisce un vero e proprio asset strategico che contribuisce in maniera determinante alla capacità del Gruppo di originare nuove opportunità commerciali, partecipare a progetti di rilevanza globale e intercettare i principali *trend* di investimento infrastrutturale a livello internazionale. La distribuzione geografica delle attività del Gruppo evidenzia infatti un'esposizione bilanciata a molteplici aree economiche e consente di attenuare la dipendenza dall'andamento di singoli mercati nazionali.

Inoltre, si evidenzia che le competenze tecniche, le referenze maturate in progetti iconici e le relazioni costruite nel tempo nei diversi Paesi costituiscono importanti barriere all'ingresso e richiedono lunghi periodi di investimento, presenza operativa e consolidamento reputazionale per poter essere replicate. La capacità di operare con continuità in numerose giurisdizioni rappresenta pertanto un vantaggio competitivo difficilmente riproducibile nel breve periodo.

Il *network* internazionale del Gruppo rappresenta un asset strategico autonomo di primaria importanza, che contribuisce in maniera significativa alla capacità di generare nuove commesse, sostenere la crescita futura e preservare il posizionamento competitivo di Trevi nei mercati di riferimento.

Un'integrazione strategica con Soilmec che costituisce un vantaggio competitivo strutturale

Un ulteriore elemento distintivo del Gruppo è rappresentato dalla presenza della divisione Soilmec, attiva nella progettazione, produzione e commercializzazione di macchinari e tecnologie per l'ingegneria del sottosuolo.

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che la combinazione tra la divisione Trevi e la divisione Soilmec rappresenti uno dei principali fattori di differenziazione competitiva del Gruppo. Tale integrazione verticale consente infatti di coniugare competenze ingegneristiche, capacità esecutive e sviluppo tecnologico all'interno di un modello industriale unico nel panorama di riferimento.

Attraverso Soilmec, il Gruppo dispone di accesso diretto a tecnologie proprietarie e a processi di innovazione sviluppati sulla base delle esigenze operative maturate nei cantieri di Trevi. Ciò genera benefici in termini di rapidità di intervento, affidabilità della *supply chain*, personalizzazione delle attrezzature e miglioramento continuo delle soluzioni tecniche offerte ai clienti.

Il Consiglio ritiene che tale modello integrato produca vantaggi competitivi difficilmente replicabili da operatori che operano esclusivamente come contractor oppure unicamente come produttori di macchinari. La complementarità tra le due divisioni contribuisce inoltre a rafforzare la capacità del Gruppo di sviluppare innovazione, preservare know-how e mantenere una posizione di leadership nei mercati di riferimento. In tale contesto, eventuali operazioni che comportassero una riduzione dell'integrazione industriale tra Trevi e Soilmec potrebbero incidere su uno degli elementi maggiormente distintivi dell'attuale modello di business del Gruppo, come rappresentato al Paragrafo 3.5.

Una strategia standalone credibile, supportata da risultati tangibili e da un significativo backlog

Negli ultimi anni Trevi ha completato con successo un articolato percorso di rilancio industriale e finanziario, caratterizzato da un significativo miglioramento della redditività operativa, dal rafforzamento della disciplina commerciale e da un progressivo miglioramento della generazione di cassa.

In particolare, a partire dal 2020 il Gruppo ha focalizzato la propria attività sui segmenti a maggiore valore aggiunto, ha razionalizzato la struttura operativa e ha rafforzato l'integrazione tra le divisioni Trevi e Soilmec. Tali iniziative hanno consentito il raggiungimento di risultati economici e operativi significativamente superiori rispetto a quelli registrati nella fase antecedente al processo di ristrutturazione.

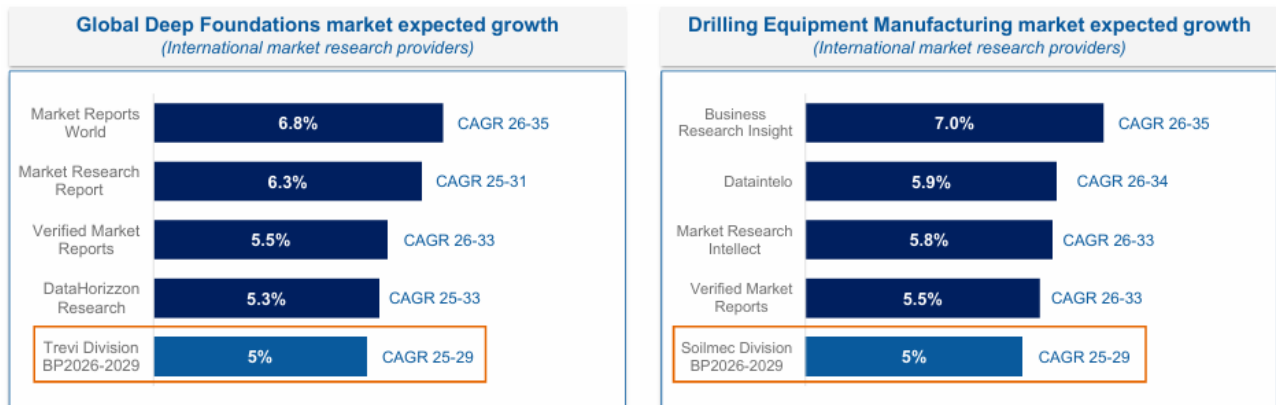
La credibilità della strategia standalone trova inoltre riscontro nell'attuale portafoglio ordini della Società. Al 30 giugno 2026 il backlog consolidato ha raggiunto circa Euro 928 milioni, il livello più elevato registrato a perimetro corrente, in crescita di circa Euro 180 milioni rispetto a fine 2025. Nel corso del semestre Trevi ha inoltre acquisito nuovi ordini per circa Euro 424 milioni, con un incremento superiore al 20% rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente. Tali risultati, unitamente all'accelerazione dell'attività operativa registrata nel secondo trimestre e al progressivo rafforzamento della struttura finanziaria, hanno consentito al management di confermare la guidance per l'esercizio 2026 precedentemente comunicata al mercato.

Il Piano Industriale 2026-2029 approvato dalla Società a marzo 2026 prevede una crescita dei ricavi a un tasso composto annuo di circa il 5,5%, con ricavi superiori a Euro 750 milioni a fine piano, EBITDA prossimo a Euro 100 milioni e una significativa generazione di cassa operativa cumulata. Lo stesso piano contempla inoltre una progressiva riduzione dell'indebitamento finanziario netto, con l'obiettivo di raggiungere livelli prossimi allo zero entro il termine del periodo di piano.

Tali obiettivi risultano supportati da assunzioni coerenti con il posizionamento competitivo del Gruppo e con l'evoluzione attesa dei mercati di riferimento. La Società opera, infatti, in segmenti beneficiari di *trend* strutturali di medio-lungo termine, quali gli investimenti in infrastrutture di trasporto, la riqualificazione delle opere esistenti, la sicurezza idrogeologica, la crescita delle infrastrutture energetiche e lo sviluppo dei grandi programmi infrastrutturali in Europa, Nord America, Medio Oriente e Asia.

Il grafico di seguito riporta le stime elaborate da primari operatori internazionali in merito all'evoluzione attesa dei mercati di riferimento del Gruppo⁴⁵:

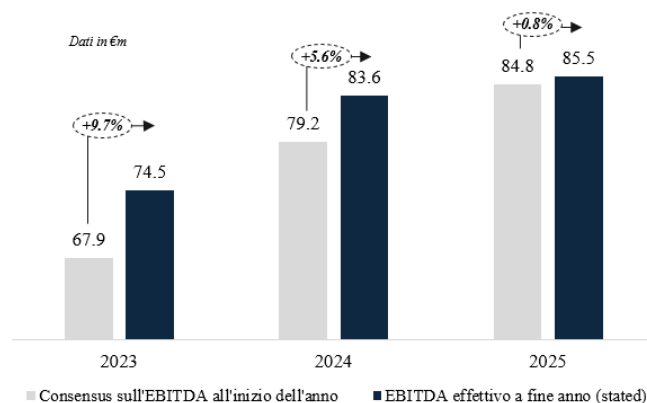
⁴⁵ Fonte: "Deal Roadshow Presentation" pubblicata sul sito di Trevi in data 5 giugno 2026, pag. 14



Trevi ha storicamente raggiunto risultati superiori al consensus di mercato

Il management di Trevi, che negli ultimi anni ha intrapreso un profondo percorso di trasformazione industriale, finanziaria e organizzativa, è riuscito a conseguire risultati finanziari superiori alle attese, come dimostrato dal raggiungimento dei principali target annunciati al mercato e dal conseguimento, negli esercizi 2023, 2024 e 2025, di un EBITDA superiore rispetto alle stime degli analisti di ricerca.

Il grafico di seguito mostra un confronto tra le stime di consensus e l'EBITDA effettivo realizzato da Trevi negli ultimi 3 esercizi:



3.2 L'Offerta è stata promossa in corrispondenza di livelli di prezzo dell'Azione Trevi ancora negativamente impattati dall'Aumento di Capitale

Come noto, negli ultimi anni Trevi ha intrapreso un profondo percorso di trasformazione industriale, finanziaria e organizzativa culminato con l'approvazione del Piano Industriale 2026-2029 a marzo 2026 ed il completamento del rafforzamento patrimoniale tramite l'Aumento di Capitale a giugno 2026.

L'Offerta è stata promossa in un momento immediatamente successivo al positivo completamento dell'Aumento di Capitale (sebbene prima della conclusione dell'asta dell'inoptato e della completa sottoscrizione dell'Aumento di Capitale) e del processo di ristrutturazione finanziaria di Trevi, quando il mercato non aveva ancora pienamente riflesso nel prezzo delle azioni il valore derivante dall'esecuzione del nuovo piano industriale e dal significativo rafforzamento della situazione patrimoniale e finanziaria della Società.

Alla luce di quanto sopra, il Corrispettivo è ritenuto non riflettere una adeguata valorizzazione di Trevi e il premio che l'Offerente dichiara di riconoscere agli Azionisti ha una limitata valenza informativa.

Come illustrato nella tabella che segue, il Corrispettivo comporta uno sconto se confrontato con le medie dei prezzi (ponderate per volumi negoziati) del titolo Trevi e ICOP nei 6 e 12 mesi antecedenti alla Data di Riferimento.

Periodo di riferimento	Trevi Prezzo medio ponderato (Euro)	ICOP Prezzo medio ponderato (Euro)	Rapporto di scambio (x)	Premio / (sconto) rispetto al Corrispettivo (%)
26-giu-2026	3,467	31,300	0,111x	20,1%
VWAP 1 mese	3,416	29,751	0,115x	15,8%
VWAP 3 mesi	3,229	27,334	0,118x	12,6%
VWAP 6 mesi	4,276	23,954	0,179x	(25,5%)
VWAP 12 mesi	4,439	20,116	0,221x	(39,7%)

3.3 Le motivazioni dell'Offerta si fondano in misura rilevante su sinergie incerte e difficilmente valutabili, le quali non sono riflesse nel Corrispettivo

Si osserva che una parte significativa del razionale economico e industriale prospettato dall'Offerente appare basata sul conseguimento di benefici futuri, il cui effettivo realizzo dipende da molteplici assunzioni e da una complessa attività di integrazione successiva al perfezionamento dell'Offerta.

In particolare, il valore dell'Operazione sembra fondarsi in larga misura sulla realizzazione di sinergie operative, commerciali e finanziarie che, per loro natura, presentano un elevato grado di aleatorietà.

Si ritiene che gli Azionisti debbano tenere conto dei seguenti elementi: (i) le informazioni rese disponibili dall'Offerente nel Documento di Offerta sulle sinergie prospettate sono limitate rendendo difficile una compiuta valutazione della concreta realizzabilità delle stesse; (ii) sotto il profilo industriale e commerciale, le sinergie prospettate presentano rilevanti elementi di incertezza; e (iii) anche assumendo la piena realizzazione delle sinergie, il Corrispettivo non sembra attribuire agli azionisti di Trevi una quota adeguata del relativo valore.

Carenza di dettagli sulle sinergie prospettate

Alla data del Comunicato dell'Emittente, ICOP ha fornito agli Azionisti di Trevi esclusivamente la quantificazione delle sinergie attese dall'eventuale completamento dell'OPS in termini di ricavi ed EBITDA — cui si aggiunge, nel solo Prospetto ICOP, una stima dei costi di integrazione una tantum “*compresi fra Euro 8 e 12 milioni*” — senza fornire un livello di dettaglio tale da consentire una piena comprensione delle iniziative operative sottostanti, delle assunzioni utilizzate, degli investimenti necessari per la loro implementazione e dei principali rischi di esecuzione, inclusi quelli connessi all'utilizzo della rete commerciale e geografica di Trevi quale piattaforma di sviluppo delle attività di ICOP.⁴⁶

In particolare, una quota significativa delle sinergie prospettate dall'Offerente sembrerebbe essere rappresentata da sinergie di ricavo e opportunità commerciali future. Per loro natura, tali benefici risultano generalmente più complessi da identificare, quantificare e verificare rispetto alle tradizionali sinergie di costo,

⁴⁶ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pagg. 96-97); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pagg. 13-15). Il Prospetto ICOP precisa che le stime delle sinergie “*si basano su valutazioni autonome dell'Emittente, basate sulle informazioni pubblicamente disponibili relative a Trevi*”, sono state predisposte “*senza aver effettuato una due diligence*” e “*non considerano il contributo della Divisione Soilmec*”; il pieno raggiungimento delle sinergie “*risulterà possibile al raggiungimento della Condizione Soglia*” (pag. 14). I Dati Finanziari Consolidati Pro-forma, per espressa ammissione dell'Offerente, “*non riflettono le rettifiche derivanti da azioni che dovranno essere intraprese successivamente all'eventuale completamento dell'Offerta, ivi inclusi i costi relativi alle attività di integrazione e le sinergie attese*” (Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2, pag. 44).

in quanto dipendono da una molteplicità di fattori esogeni, tra cui l'evoluzione della domanda di mercato, il contesto competitivo, il successo delle iniziative commerciali e l'effettiva capacità di integrazione delle strutture operative.

Il conseguimento di sinergie di ricavo richiede inoltre, nella maggior parte dei casi, tempi di realizzazione più lunghi e presenta un grado di incertezza intrinsecamente maggiore rispetto alle sinergie derivanti da razionalizzazioni organizzative o dall'eliminazione di duplicazioni di costo.

Si ritiene pertanto che, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, non sia possibile valutare con sufficiente grado di affidabilità né l'effettiva conseguibilità delle sinergie prospettate né il reale valore economico ad esse associabile, né tantomeno le probabilità che tali benefici si manifestino nei tempi e nelle misure indicate dall'Offerente.

Le sinergie prospettate presentano rilevanti elementi di incertezza anche sotto il profilo industriale e commerciale

Anche assumendo la realizzabilità delle sinergie indicate dall'Offerente, si rileva come numerose delle assunzioni industriali e commerciali sottostanti appaiano caratterizzate da significativi elementi di incertezza.

In particolare, una parte rilevante delle sinergie commerciali prospettate sembra fondarsi sulla combinazione delle rispettive piattaforme operative e sull'ipotesi di una maggiore capacità di sviluppo commerciale derivante dalla asserita complementarità geografica e di prodotto dei due gruppi.

Sotto tale profilo, si osserva come:

- (i) l'Operazione non appare idonea, di per sé, a determinare un ampliamento del mercato indirizzabile dalle parti nel settore italiano delle fondazioni speciali. Al contrario, la combinazione tra due operatori di primaria importanza potrebbe determinare una riduzione del numero di concorrenti qualificati per i clienti. In tale contesto, non può escludersi che taluni committenti possano perseguire strategie volte a preservare la diversificazione dei fornitori e la concorrenza nei processi di affidamento, favorendo operatori alternativi.
- (ii) sia Trevi che ICOP risultano già attive nei principali mercati europei, dove le opportunità commerciali sono accessibili ad entrambe le società indipendentemente dall'aggregazione proposta. Ne consegue che l'effettivo carattere incrementale delle sinergie commerciali prospettate in Europa appare difficilmente valutabile.
- (iii) al di fuori dell'Europa, Trevi dispone già oggi di una consolidata piattaforma internazionale, sviluppata nel corso di oltre sessant'anni di attività e supportata da una presenza operativa diretta in numerose aree geografiche, da relazioni di lungo periodo con clienti e general contractor internazionali e da un ampio patrimonio di referenze tecniche. Tale rete internazionale costituisce uno degli *asset* strategici più rilevanti del Gruppo e rappresenta un elemento fondamentale della sua capacità di acquisire commesse e sviluppare nuove opportunità commerciali su scala globale. In tale prospettiva, una parte significativa delle opportunità di crescita richiamate dall'Offerente sembra derivare proprio dall'accesso alla piattaforma internazionale già sviluppata da Trevi, mentre risulta meno evidente quale contributo incrementale l'attività di ICOP possa apportare alle attuali prospettive internazionali della Società, anche in considerazione del fatto che tale rete appare costituire una delle principali leve di sviluppo prospettate dall'Offerente.
- (iv) alcune delle sinergie prospettate sembrano fondarsi sull'ipotesi di *cross-selling* dell'offerta di microtunnelling e di altre attività specialistiche nei mercati internazionali sfruttando la presenza geografica già esistente di Trevi. Tuttavia, nei settori in cui operano le parti, l'accesso ai mercati dipende normalmente da elementi quali referenze locali, processi di prequalifica tecnica, autorizzazioni specifiche, disponibilità di attrezzature dedicate, competenze specialistiche e presenza di team locali qualificati. La mera presenza commerciale o geografica di Trevi non implica quindi

automaticamente la trasferibilità delle capacità operative, delle referenze o del track record di ICOP in tali mercati. Tale profilo assume particolare rilievo ove le opportunità prospettate dall'Offerente siano fondate sull'utilizzo di relazioni, referenze e presidi locali maturati da Trevi nel tempo e non automaticamente estendibili a tecnologie o attività diverse da quelle già offerte dal Gruppo nei singoli mercati.

Alla luce di tali considerazioni, si ritiene che l'effettiva materializzazione delle sinergie industriali e commerciali prospettate dall'Offerente rimanga soggetta a significativi profili di rischio che non consentono di attribuire alle stesse un elevato grado di certezza.

Inoltre, l'Offerente ha richiamato l'esistenza di potenziali sinergie di natura finanziaria derivanti dalla possibile capacità della società risultante dalla combinazione di accedere al mercato del debito a condizioni più favorevoli rispetto a quelle attualmente riflesse nel costo medio ponderato del capitale (WACC) di Trevi. Tali benefici, tuttavia, non risultano essere stati oggetto di alcuna quantificazione né supportati da analisi che ne consentano una valutazione attendibile.⁴⁷

Il Consiglio osserva inoltre che la documentazione dell'Offerente non consente di apprezzare se, e in quale misura, l'integrazione possa generare dissinergie rispetto allo scenario *standalone* di Trevi. Tali dissinergie potrebbero riguardare, tra l'altro, l'eventuale attenuazione dei presidi locali e delle relazioni commerciali nei mercati internazionali, la perdita o riduzione di autonomia operativa in geografie in cui la presenza stabile costituisce requisito competitivo, possibili effetti sulla *retention* di risorse chiave e l'eventuale minore efficacia commerciale derivante dalla percezione, da parte di taluni clienti, di una riduzione delle alternative qualificate nei processi di affidamento.

Al riguardo, il Consiglio di Amministrazione osserva che Trevi ha completato negli ultimi anni un significativo percorso di rafforzamento patrimoniale e di riequilibrio della propria struttura finanziaria, culminato nell'implementazione di una nuova struttura di finanziamento a supporto dell'implementazione del relativo piano industriale. In tale contesto, non appare pertanto immediatamente evidente né adeguatamente dimostrato che l'aggregazione proposta sia suscettibile di generare benefici finanziari incrementali di entità tale da determinare un effettivo miglioramento dei costi di natura finanziaria del Gruppo risultante dalla combinazione, anche in considerazione di un potenziale peggioramento dei parametri finanziari afferenti a valori di indebitamento della *combined entity*.

Anche assumendo la piena realizzazione delle sinergie, il Corrispettivo non sembra attribuire agli azionisti di Trevi una quota adeguata del relativo valore

Ove le sinergie prospettate dovessero effettivamente realizzarsi nelle dimensioni e nei tempi indicati dall'Offerente, una quota significativa del relativo valore sarebbe destinata a beneficiare principalmente gli attuali azionisti di ICOP, senza che emerga un'evidente attribuzione agli azionisti di Trevi di una quota del valore coerente con il contributo industriale e strategico apportato dalla Società.

Sotto tale profilo, il Consiglio osserva che, ove il valore incrementale indicato dall'Offerente dipenda in misura apprezzabile dall'accesso alla piattaforma internazionale, alle relazioni commerciali e al *track record* di Trevi, il rapporto di scambio dovrebbe riflettere tale contributo in favore degli Azionisti di Trevi. Diversamente, una parte rilevante del valore generato da *asset* e competenze già appartenenti al Gruppo Trevi verrebbe trasferita agli attuali azionisti di ICOP attraverso la partecipazione di controllo nella *combined entity*.

⁴⁷ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 97), ove si afferma che “l'integrazione nel Gruppo e una struttura patrimoniale rafforzata potrà consentire una eventuale revisione dell'attuale struttura del debito del gruppo Trevi a condizioni più favorevoli rispetto a quelle attuali, generando un beneficio finanziario immediato e strutturale per il nuovo gruppo integrato”. Il Consiglio osserva che tale affermazione non è accompagnata da alcuna quantificazione e che, per converso, il Prospetto ICOP indica un costo medio del debito del Gruppo ICOP in arco di piano “mediamente pari al 4%” (Capitolo 8, Paragrafo 8.3, pag. 68) e un rapporto EBITDA/oneri finanziari *pro-forma* 2025 pari a 4,3x, a fronte di 9,4x su base storica (Fattore di rischio A.2.1, pag. 15).

Tale considerazione assume particolare rilievo alla luce del fatto che una parte rilevante delle sinergie dichiarate dall'Offerente appare riconducibile a caratteristiche distintive già proprie di Trevi, quali la consolidata presenza internazionale, il posizionamento competitivo nei mercati delle fondazioni speciali, le relazioni commerciali sviluppate nel tempo, il patrimonio tecnico-ingegneristico e l'esperienza maturata nell'esecuzione di progetti complessi. In tale prospettiva, il Consiglio ritiene che gli azionisti di Trevi dovrebbero essere adeguatamente remunerati non solo per il valore attuale della Società, ma anche per il contributo determinante che gli asset e le competenze di Trevi apporterebbero alla generazione delle sinergie poste a fondamento dell'Operazione, di cui Trevi è fattore abilitante.

Come riportato nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta, ICOP stima che il perfezionamento dell'Offerta *“permetterà di generare sinergie a regime, a decorrere dal quarto anno dal perfezionamento dell'Offerta, comprese tra Euro 120–140 milioni di ricavi addizionali annuali e tra Euro 55–75 milioni di EBITDA all'anno”*, a fronte di costi di integrazione una tantum stimati — nel solo Prospetto ICOP — in Euro 8-12 milioni.⁴⁸ Nonostante Trevi rappresenti il fattore abilitante di tali sinergie e che una parte significativa delle stesse dipenderebbe dall'utilizzo di *asset* già sviluppati e sostenuti dal Gruppo Trevi, in base al rapporto di scambio proposto, gli Azionisti di Trevi parteciperebbero ai benefici derivanti da tali sinergie in misura pari a 21,5% del loro valore complessivo (corrispondente a circa Euro 12-16 milioni annui di EBITDA incrementale), mentre la restante quota pari al 78,5% (corrispondente a circa Euro 43-59 milioni annui di EBITDA incrementale), sarebbe attribuita agli azionisti di ICOP, pur essendo tali sinergie abilitate in misura rilevante dal contributo industriale, commerciale e geografico di Trevi.

3.4 La combinazione tra Trevi e ICOP e il conseguente raggiungimento degli obiettivi strategici dell'Operazione risultano soggetti a rischi e ad elementi di incertezza

Il Consiglio di Amministrazione rileva che il successo dell'Operazione presuppone la piena ed efficace integrazione di due gruppi complessi, attivi in molteplici mercati geografici e caratterizzati da differenti modelli organizzativi e strutture operative.

Operazioni di tale natura comportano inevitabilmente significative complessità esecutive e richiedono tempi, risorse manageriali e investimenti rilevanti per assicurare l'effettiva integrazione delle attività, il mantenimento dei livelli di redditività attesi, la conservazione delle competenze distintive delle rispettive organizzazioni e il conseguimento delle sinergie prospettate dall'Offerente.

Tali profili rilevano non soltanto in termini di mancato conseguimento delle sinergie prospettate, ma anche sotto il diverso profilo della possibile emersione di costi, inefficienze o ritardi nell'integrazione che potrebbero assorbire risorse manageriali, incidere sulla continuità operativa delle commesse e ridurre, almeno nel breve-medio periodo, i benefici attesi dall'Operazione.

Il Consiglio osserva pertanto che il raggiungimento degli obiettivi strategici, industriali e finanziari posti a fondamento dell'Offerta risulta soggetto a molteplici fattori di rischio ed elementi di incertezza che potrebbero incidere sulla capacità della società risultante dalla combinazione di realizzare i benefici attesi.

Tra i principali elementi di incertezza, il Consiglio ritiene opportuno richiamare, tra gli altri: (i) l'assenza di un piano industriale dell'entità risultante dalla combinazione tra Trevi e ICOP; e (ii) la limitata esperienza dell'Offerente nella realizzazione e integrazione di operazioni aventi dimensioni e complessità comparabili a quelle dell'Operazione.

Assenza di un piano industriale dell'entità risultante dalla combinazione

Alla data del presente Comunicato dell'Emittente, l'Offerente non ha reso disponibile un piano industriale che rifletta gli effetti dell'integrazione tra ICOP e Trevi e che consenta agli azionisti di valutare in modo compiuto le prospettive economiche, patrimoniali e finanziarie della società risultante dalla combinazione. Lo stesso

⁴⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 97); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pagg. 13-14).

Offerente dichiara espressamente nel Prospetto ICOP che *“alla Data del Prospetto, non è stato approvato un piano industriale relativo al Gruppo ICOP post integrazione, che si prevede possa essere approvato solo all’esito del perfezionamento dell’Offerta, anche tenendo conto delle risultanze dell’attività di due diligence sul Gruppo Trevi che sarà condotta successivamente al perfezionamento dell’Offerta”*, e che le direttrici strategiche del piano post-integrazione *“si fondano su valutazioni preliminari del Consiglio di Amministrazione dell’Emittente non ancora formalizzate in un piano integrato e, pertanto, risentono del grado di incertezza proprio di valutazioni preliminari”*.⁴⁹ L’unica rappresentazione prospettica dell’entità combinata offerta dall’Offerente consiste nella *“mera sommatoria algebrica”* dei dati previsionali dei rispettivi piani industriali *standalone*, che l’Offerente stesso qualifica come dati sommati *“senza tener conto di eventuali rettifiche di consolidamento, elisioni di partite infragruppo, sinergie o dissinergie, costi di integrazione, ovvero effetti derivanti dall’applicazione del metodo dell’acquisizione”*, non oggetto di verifica da parte della società di revisione e forniti *“a meri fini rappresentativi”*.⁵⁰

Gli azionisti di Trevi sono pertanto chiamati ad esprimere la propria valutazione dell’Offerta e, in caso di adesione, a diventare azionisti dell’entità risultante dall’aggregazione in assenza di un documento programmatico che descriva in maniera dettagliata la strategia industriale, gli obiettivi economico-finanziari, le priorità di allocazione del capitale, la struttura organizzativa e le modalità di integrazione delle attività delle due società.

Il Consiglio ritiene che tale circostanza limiti la possibilità per gli azionisti di valutare compiutamente i benefici attesi dall’Operazione e la concreta realizzabilità delle assunzioni formulate dall’Offerente a supporto della stessa.

Limitata esperienza dell’Offerente nell’integrare operazioni di dimensioni comparabili a Trevi

Il Consiglio osserva altresì che l’Operazione presenta una rilevanza strategica, industriale e dimensionale particolarmente significativa e richiederà una complessa attività di integrazione volta ad assicurare il coordinamento delle rispettive organizzazioni, la continuità operativa, la *retention* delle risorse chiave, il mantenimento delle relazioni commerciali e il conseguimento delle sinergie prospettate.

Sotto tale profilo, il Consiglio rileva che ICOP non pare disporre, sulla base delle informazioni disponibili, di un consolidato *track record* nella realizzazione e nell’integrazione di acquisizioni aventi dimensioni, presenza internazionale e complessità organizzativa comparabili a quelle del Gruppo Trevi.

Le più recenti operazioni di crescita esterna realizzate dall’Offerente, pur rappresentando esperienze rilevanti nel percorso di sviluppo della società, risultano infatti significativamente inferiori, per dimensioni e complessità, rispetto all’Operazione oggetto dell’Offerta. Inoltre, tali acquisizioni risultano ancora relativamente recenti e non consentono pertanto di valutare in modo definitivo la capacità dell’Offerente di integrare nel lungo periodo realtà aziendali di rilevanti dimensioni e di conseguire stabilmente i benefici industriali attesi.⁵¹

⁴⁹ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 13) e Capitolo 8, Paragrafo 8.7 (pag. 76). Il Piano Industriale 2026-2029 di ICOP, approvato il 19 luglio 2026, è redatto *“su base standalone”* e *“non tiene conto di operazioni di ricapitalizzazione di ICOP, né operazioni straordinarie di acquisizione, cessione o aggregazione nell’arco del periodo 2026-2029”* (Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.8, pag. 35; Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.1, pag. 65). Il Prospetto ICOP qualifica il rischio connesso al processo di integrazione come di *“media probabilità di accadimento”* e di *“medio-alta rilevanza”* (Fattore di rischio A.1.1, pag. 11).

⁵⁰ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 13) e Capitolo 8, Paragrafo 8.7 (pagg. 75-76), ove si precisa altresì che le grandezze aggregate (EBITDA Adjusted di ICOP ed EBITDA Ricorrente di Trevi) *“non esprim[ono] una grandezza economica omogenea”*.

⁵¹ Le acquisizioni di Atlantic Geoconstruction Holdings Inc. (AGH, perfezionata il 1° aprile 2025, per un corrispettivo di circa Euro 81,5 milioni) e di Palingeo S.p.A. (perfezionata il 4 settembre 2025, per un esborso complessivo in denaro di circa Euro 29 milioni oltre a n. 1.728.000 azioni ICOP) sono descritte nel Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 11) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 42). Lo stesso Prospetto ICOP indica tra i pilastri del Piano Industriale 2026-2029 *“l’armonizzazione dei processi tra ICOP,*

3.5 L'Offerta presenta ulteriori incertezze relative alle intenzioni dell'Offerente riguardo ad alcuni asset strategici di Trevi e ai livelli occupazionali dell'Emittente

Il Consiglio di Amministrazione rileva che, nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta, l'Offerente ha dichiarato che *“il piano post-integrazione si articolerà lungo diverse direttrici strategiche: sviluppo commerciale, rifocalizzazione geografica, efficientamento operativo, razionalizzazione delle strutture corporate e ottimizzazione finanziaria”* e che, in tale contesto, *“l'Offerente valuterà eventuali opzioni strategiche relative alla divisione macchine di Trevi, ivi incluse sia la possibilità di estrarre sinergie industriali e operative all'interno del nuovo perimetro del gruppo integrato sia la possibilità di procedere alla sua valorizzazione anche attraverso operazioni straordinarie, quali l'eventuale valorizzazione in qualità di business unit indipendente, con l'obiettivo di massimizzare il valore dell'asset industriale e consentire una maggiore focalizzazione del nuovo gruppo integrato sulle attività core nelle fondazioni speciali e nell'ingegneria del sottosuolo”*, dando atto che *“non vi sono, alla Data del Documento di Offerta, trattative in corso con soggetti terzi in relazione a operazioni di valorizzazione della divisione macchine di Trevi”*.⁵²

Sebbene l'Offerente non abbia assunto alcuna decisione definitiva al riguardo, il Consiglio ritiene opportuno evidenziare come tali dichiarazioni introducano elementi di incertezza circa la futura configurazione industriale di Trevi e la permanenza all'interno della società risultante dalla combinazione di alcuni dei suoi principali asset strategici. Tali incertezze sono accresciute dalla generale riserva, formulata dall'Offerente, di valutare *“a propria discrezione”* — *“sia nel caso in cui si siano verificati i presupposti per il Delisting sia nel caso in cui gli stessi non si siano verificati”* — *“eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie e aziendali”*, *“quali, a mero titolo esemplificativo, acquisizioni, cessioni, fusioni, scissioni che coinvolgano l'Emittente ovvero taluni suoi asset o rami d'azienda, e/o aumenti di capitale”*, sulle quali si rinvia al successivo Paragrafo 3.7.⁵³

Il Consiglio osserva infatti che il valore industriale di Trevi si fonda non soltanto sulla *leadership* nelle fondazioni specialistiche, ma anche sulla presenza di competenze tecnologiche, capacità ingegneristiche e asset industriali altamente distintivi, tra i quali Soilmec rappresenta uno degli elementi maggiormente qualificanti.

Soilmec non costituisce infatti un mero fornitore interno di macchinari, bensì un operatore riconosciuto a livello internazionale e leader nel proprio settore, che realizza circa l'85% dei propri ricavi nei confronti di clienti terzi. La società dispone di un posizionamento competitivo autonomo, di competenze tecnologiche proprietarie e di un marchio riconosciuto nei principali mercati mondiali delle fondazioni specialistiche.

Il Consiglio ritiene inoltre che l'integrazione tra le attività di progettazione ed esecuzione delle fondazioni speciali e quelle di sviluppo e produzione di attrezzature specialistiche rappresenti un elemento distintivo del modello industriale di Trevi. Tale integrazione consente infatti di trasferire l'esperienza maturata nei cantieri allo sviluppo di soluzioni tecnologiche proprietarie, accelerare l'innovazione, rafforzare le relazioni con i principali general contractor internazionali e accrescere la competitività del Gruppo nei processi di gara più complessi. Le complementarità esistenti tra Soilmec e il business delle fondazioni hanno storicamente

Palingeo e AGH” — a conferma che l'integrazione di tali società è tuttora in corso — e segnala che AGH ha registrato, nei nove mesi di consolidamento del 2025, un risultato netto negativo di Euro 1,7 milioni (Fattore di rischio A.2.4, pagg. 19-20).

⁵² Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 97). Il Prospetto ICOP precisa che le sinergie stimate dall'Offerente *“non considerano il contributo della Divisione Soilmec”* (Fattore di rischio A.1.1, pag. 14) e che i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma *“non riflettono alcuna rettifica pro-forma in relazione a tale potenziale operazione, in quanto, alla data di predisposizione dei Dati Finanziari Consolidati Pro-forma, l'Emittente non dispone di elementi probatori affidabili e documentati per determinare eventuali rettifiche pro-forma”* (Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2, pag. 44). Il Piano Industriale Trevi, riportato nel Prospetto ICOP, prevede per la Divisione Soilmec Ricavi Totali 2029 superiori a Euro 165 milioni ed EBITDA Ricorrente 2029 superiore a Euro 20 milioni (CAGR 2025-2029 pari a circa il 14%) (Capitolo 8, Paragrafo 8.6, pagg. 74-75).

⁵³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.9.2 (pag. 36) e Sezione G, Paragrafo G.2.2.2 (pag. 100), nonché Premesse, Paragrafo 3 (pag. 17), ove si precisa che *“anche successivamente al Delisting, l'Offerente non esclude di valutare ulteriori operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie e di business ritenute opportune”*.

rappresentato una fonte rilevante di vantaggio competitivo e differenziazione rispetto ai principali operatori del settore.

Alla luce di quanto precede, il Consiglio ritiene che un'eventuale separazione di Soilmec possa determinare il venir meno di uno degli elementi maggiormente distintivi del Gruppo Trevi, con potenziali impatti sulla capacità di innovazione, sul posizionamento competitivo e sulle prospettive industriali di lungo termine della società risultante dalla combinazione. Il Consiglio osserva altresì come tale scenario appaia non immediatamente coerente con la stessa logica industriale sottesa all'Offerta, che individua nelle competenze ingegneristiche, nel know-how tecnico e nella rete internazionale di Trevi alcuni dei principali fattori di creazione del valore della combinazione.

Inoltre, l'eventuale valorizzazione di Soilmec attraverso operazioni straordinarie potrebbe comportare implicazioni anche sotto il profilo occupazionale e organizzativo che, alla data del presente Comunicato dell'Emittente, non risultano ancora definite né compiutamente illustrate dall'Offerente. Il Consiglio ritiene pertanto opportuno che gli Azionisti tengano in adeguata considerazione le possibili conseguenze che future decisioni strategiche della *combined entity* potrebbero determinare sull'attuale configurazione industriale, organizzativa e occupazionale del Gruppo.

Infine, il Consiglio rileva che gli eventuali benefici economici che potrebbero derivare da una futura valorizzazione di Soilmec non risultano riflessi nel Corrispettivo dell'Offerta né nella determinazione del Rapporto di scambio. Conseguentemente, gli Azionisti di Trevi sono chiamati a valutare l'Offerta assumendo il rischio che asset strategici del Gruppo possano essere oggetto, successivamente al perfezionamento dell'Operazione, di iniziative di valorizzazione i cui potenziali benefici non sono oggi riconosciuti nel Corrispettivo offerto.

3.6 L'OPS prevede un Corrispettivo interamente costituito da Azioni ICOP

Il Consiglio di Amministrazione rileva preliminarmente che il Corrispettivo dell'Offerta è costituito esclusivamente da azioni ordinarie di ICOP e non prevede alcuna componente in denaro. Pertanto, gli Azionisti di Trevi che aderissero all'Offerta non realizzerebbero integralmente il valore del proprio investimento al momento dell'adesione, ma diverrebbero azionisti di ICOP, assumendo i rischi e le opportunità connessi all'andamento futuro del relativo titolo.

In tale contesto, il Consiglio ritiene opportuno richiamare l'attenzione degli Azionisti sulle specifiche caratteristiche delle azioni ICOP e del mercato sul quale esse sono negoziate. Le azioni ICOP sono state, sino al 3 settembre 2026, negoziate su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione caratterizzato da livelli di liquidità generalmente inferiori rispetto a quelli osservabili sui mercati regolamentati, e presentano un flottante pari al 16,18% del capitale sociale⁵⁴.

I volumi di negoziazione registrati sul titolo ICOP risultano storicamente contenuti. La tabella riportata di seguito evidenzia i volumi e il controvalore medio giornaliero scambiato negli ultimi 12 mesi dalla Data di Riferimento in rapporto al capitale e al flottante sia per ICOP che per Trevi, fornendo una rappresentazione del grado di liquidità dei due titoli. Tali elementi suggeriscono che eventuali operazioni di acquisto o cessione di dimensioni significative del titolo ICOP potrebbero richiedere tempi non trascurabili di esecuzione e determinare effetti rilevanti sul prezzo di mercato delle azioni.

⁵⁴ Il restante 83,82% è stato detenuto da Cifre (78,40%) e da F.L.S. Holding S.r.l. (5,42%), quest'ultima peraltro vincolata da impegni di *lock-up* sino al 4 settembre 2028. Si veda Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.6 (pagg. 49-50); Prospetto ICOP, Nota di Sintesi, Sezione B.1.3 (pag. 6) e Fattore di rischio B.1 (pagg. 30-32).

ICOP Periodo di riferimento	Volumi scambiati medi giornalieri (*000)	In % del capitale	Volumi scambiati medi giornalieri (€m)	Volumi cumulati (*000)	In % del capitale
1 mese	10,26	0,03%	0,31	236,00	0,74%
3 mesi	10,12	0,03%	0,28	637,50	2,01%
6 mesi	12,14	0,04%	0,29	1.517,75	4,78%
12 mesi	14,20	0,04%	0,29	3.578,00	11,26%

TREVI Periodo di riferimento	Volumi scambiati medi giornalieri (*000)	In % del capitale	Volumi scambiati medi giornalieri (€m)	Volumi cumulati (*000)	In % del capitale
1 mese	802,13	1,22%	2,74	18.448,98	28,13%
3 mesi	684,21	1,04%	2,21	43.105,34	65,73%
6 mesi	522,09	0,80%	2,23	65.261,83	99,52%
12 mesi	504,01	0,77%	2,24	127.011,42	193,68%

La limitata liquidità storica del titolo ICOP assume particolare rilevanza anche sotto un profilo valutativo. Il Consiglio rileva infatti che le analisi utilizzate ai fini della determinazione del rapporto di scambio non incorporano alcuno specifico sconto per illiquidità riferibile alle azioni ICOP. Nella prassi valutativa, strumenti finanziari caratterizzati da ridotti volumi di negoziazione e da una limitata contendibilità potrebbero risultare soggetti ad uno sconto rispetto a titoli comparabili maggiormente liquidi. L'eventuale applicazione di un tale sconto avrebbe l'effetto di ridurre il valore economico attribuibile alle azioni ICOP e, conseguentemente, determinare la necessità di riconoscere agli Azionisti di Trevi un numero maggiore di azioni per preservare l'equivalenza economica del Corrispettivo.

Il Consiglio osserva inoltre che, come illustrato in Premessa, Borsa Italiana ha disposto, con provvedimento n. 9141 del 31 agosto 2026, l'ammissione a quotazione delle azioni ICOP su Euronext Milan e le negoziazioni hanno avuto inizio in data 4 settembre 2026. Tale ammissione è tuttavia intervenuta in deroga al requisito del flottante minimo del 25% previsto dall'art. 2.2.1 del Regolamento di Borsa: l'Offerente ha infatti richiesto a Borsa Italiana, in data 12 agosto 2026, *“di essere autorizzata a quotare le proprie Azioni con un flottante pari a 16,18%”* e Borsa Italiana ha concesso tale deroga in data 31 agosto 2026, sicché *“alla Data di Inizio delle Negoziazioni, il flottante sarà inferiore al 25% del capitale rappresentato dalle Azioni, fermo restando che non sarà in ogni caso inferiore al 10%”*; lo stesso Offerente ammette che *“non è escluso che tale flottante possa avere effetto negativo sulla liquidità dei titoli”*.⁵⁵ Sebbene la quotazione su un mercato regolamentato possa, in prospettiva, favorire un ampliamento della base investitori e un miglioramento della liquidità del titolo, il Consiglio osserva che: (i) alla Data del Comunicato dell'Emittente le azioni ICOP dispongono di una storia di negoziazione su Euronext Milan limitata a pochi giorni, non significativa ai fini di una valutazione della liquidità del titolo sul nuovo mercato; (ii) anche in caso di integrale adesione all'Offerta, il flottante di

⁵⁵ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.1 (pag. 31) e Capitolo 9, Paragrafo 9.5 (pag. 82). Il Documento di Offerta non dà conto della deroga al requisito del flottante minimo. Il Prospetto ICOP qualifica il rischio di scarsa liquidità e di significative oscillazioni di prezzo delle azioni ICOP come di *“media probabilità di accadimento”* e di *“medio-alta rilevanza”* e avverte che *“non è possibile garantire che si formi o si mantenga un mercato attivo relativo alle Azioni”* e che *“gli andamenti storici registrati su Euronext Growth Milan dalle Azioni non forniscono alcuna indicazione sull'andamento futuro dei prezzi delle Azioni sul mercato Euronext Milan”* (pagg. 30-31); l'Offerente segnala inoltre che *“non vi sono impegni ad operare come intermediari nel mercato secondario”* (Capitolo 9, Paragrafo 9.5, pag. 82).

ICOP risulterebbe pari al 34,18% del capitale, restando il 65,82% concentrato in capo a Cifre e F.L.S. Holding S.r.l., e sarebbe proporzionalmente inferiore in caso di adesione parziale (circa 29% a fronte di un livello di adesioni corrispondente alla Condizione Soglia); (iii) la permanenza di azionisti con partecipazioni rilevanti espone lo stesso titolo ICOP al rischio di scarsità del flottante, con conseguente possibile sospensione o revoca dalle negoziazioni ai sensi dell'art. 2.5.1 del Regolamento di Borsa, rischio espressamente richiamato dall'Offerente nel Prospetto ICOP; e (iv) l'incremento del numero di azioni in circolazione successivamente al perfezionamento dell'Offerta e l'eventuale cessione da parte degli ex Azionisti di Trevi delle Azioni ICOP ricevute in concambio potrebbero incidere sul livello dei corsi di borsa e sul valore attribuito dal mercato alle azioni ICOP.⁵⁶

Gli Azionisti sono pertanto invitati a valutare l'Offerta tenendo conto delle caratteristiche attuali del titolo ICOP e del mercato sul quale esso è negoziato.

3.7 Le dichiarazioni dell'Offerente in merito all'eventuale fusione e alle ulteriori operazioni straordinarie sono generiche e non consentono agli Azionisti di apprezzare la configurazione futura di Trevi e del gruppo risultante dalla combinazione

Nel Documento di Offerta l'Offerente ha dichiarato che, ove l'Offerta si perfezioni senza che si verifichino i presupposti per il Delisting, lo stesso *“potrà proporre all'assemblea degli azionisti di Trevi la fusione di quest'ultima nell'Offerente stesso ovvero in una società non quotata direttamente o indirettamente controllata da ICOP”*, precisando che, in caso di avveramento della Condizione Soglia, *“la fusione per incorporazione potrà essere approvata anche con il solo voto favorevole dell'Offerente”* e che, ove deliberata, *“la fusione avverrebbe sulla base di un rapporto di scambio determinato utilizzando, come di consueto, metodologie e assunzioni omogenee nella valutazione delle società coinvolte, senza che alcun premio sia dovuto agli azionisti di minoranza della società risultante dalla fusione”*.⁵⁷ Per le conseguenze di tale eventuale fusione sugli Azionisti che non aderissero all'Offerta — in particolare quanto al diritto di recesso e ai relativi criteri di liquidazione — si rinvia alla Sezione 5, Paragrafo 5.2, del presente Comunicato dell'Emittente.

L'Offerente ha inoltre dichiarato di non escludere *“la possibilità di valutare in futuro, a propria discrezione, l'opportunità di porre in essere eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie e aziendali che possano essere ritenute opportune in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, nonché con gli obiettivi di rafforzamento di Trevi, sia nel caso in cui si siano verificati i presupposti per il Delisting sia nel caso in cui gli stessi non si siano verificati, quali, a mero titolo esemplificativo, acquisizioni, cessioni, fusioni, scissioni che coinvolgano l'Emittente ovvero taluni suoi asset o rami d'azienda, e/o aumenti di capitale”*, dando atto che *“alla Data del Documento di Offerta non sono state assunte decisioni da parte degli organi competenti dell'Offerente in merito a eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie”*.⁵⁸

⁵⁶ Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.6 (pag. 50); Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.1 (pag. 31, ove si menziona espressamente il rischio che Borsa Italiana disponga *“la sospensione e/o la revoca degli strumenti finanziari dalle negoziazioni ai sensi dell'articolo 2.5.1 del Regolamento di Borsa”* e, tra i fattori che potrebbero incidere sul prezzo, la *“vendita di significativi quantitativi di azioni”*) e Capitolo 15 (pagg. 88-89).

⁵⁷ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 3 (pag. 17), Sezione A, Paragrafo A.9.1 (pagg. 35-36), Sezione A, Paragrafo A.16.1(B)(I) (pagg. 41-42) e Sezione G, Paragrafo G.2.2.1 (pagg. 99-100). L'Offerente precisa che *“alla Data del Documento di Offerta, non sono state assunte decisioni formali da parte degli organi competenti delle società che potrebbero essere coinvolte in merito alla possibile fusione o alle modalità di realizzazione della stessa”*.

⁵⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.9.2 (pag. 36) e Sezione G, Paragrafo G.2.2.2 (pag. 100); analogamente, Premesse, Paragrafo 3 (pag. 17) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 98). Quanto agli organi sociali e allo statuto dell'Emittente, l'Offerente dichiara di non aver *“ancora assunto alcuna decisione in merito a proposte concernenti la composizione degli organi amministrativi (e di controllo) di Trevi”* e di non aver individuato modifiche statutarie, fatta eccezione per quelle conseguenti all'inclusione di Trevi nel gruppo ICOP e all'eventuale Delisting (Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafi G.2.3 e G.2.4, pag. 100).

Il Consiglio di Amministrazione osserva che tali dichiarazioni, per la loro genericità e per l'ampiezza delle operazioni ipotizzate, non consentono agli Azionisti di apprezzare la configurazione industriale e societaria che l'Emittente e il gruppo risultante dalla combinazione assumerebbero all'esito dell'Offerta. In particolare:

- (i) l'eventuale fusione dell'Emittente in ICOP non attribuirebbe agli Azionisti di Trevi il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* del Codice Civile e comporterebbe, per gli Azionisti che non avessero aderito, la conversione forzata del proprio investimento in azioni di una società a controllo concentrato, secondo un rapporto di cambio determinato in quella sede, che l'Offerente dichiara sin d'ora non incorporerà alcun premio; la relativa deliberazione, in presenza di una partecipazione pari alla Condizione Soglia, potrebbe essere assunta con il solo voto dell'Offerente, restando la tutela delle minoranze affidata unicamente alla disciplina delle operazioni con parti correlate.⁵⁹ Sebbene non indicato dall'Offerente, non è peraltro possibile escludere che, ove l'oggetto sociale della società incorporante risultasse difforme da quello di Trevi in misura tale da comportare un cambiamento significativo dell'attività sociale, agli Azionisti che non avessero concorso alla deliberazione di fusione spetti il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile;
- (ii) la prospettata “*rifocalizzazione geografica*” — che l'Offerente descrive come progressiva rifocalizzazione delle attività “*sui Paesi e sulle regioni caratterizzati da domanda strutturale, maggiore stabilità e un profilo di rischio–rendimento coerente con la strategia ICOP*” — potrebbe comportare l'abbandono o il ridimensionamento di mercati in cui il Gruppo Trevi è storicamente presente e che ne costituiscono un *asset* distintivo (si veda il precedente Paragrafo 3.1), con effetti sul portafoglio ordini, sull'organizzazione e sui livelli occupazionali all'estero non illustrati dall'Offerente;⁶⁰
- (iii) la riserva di effettuare “*cessioni*” e “*scissioni*” che coinvolgano “*taluni suoi asset o rami d'azienda*” si salda con le dichiarazioni relative alla divisione Soilmec illustrate al precedente Paragrafo 3.5 e conferma che la separazione di componenti del Gruppo Trevi rientra tra le opzioni, quanto meno in astratto, contemplate dall'Offerente, senza che i relativi benefici siano riflessi nel Corrispettivo;
- (iv) l'Offerente dichiara che, anche successivamente al Delisting, valuterà ulteriori operazioni straordinarie “*coerentemente con le finalità dell'integrazione strategica e con i propri obiettivi di crescita e sviluppo*”: gli Azionisti che aderissero all'Offerta parteciperebbero, quali soci di minoranza di ICOP, a un percorso di crescita per linee esterne — che il Piano Industriale di ICOP annovera espressamente tra le proprie direttrici (“*selective M&A*”) senza incorporarne gli effetti — le cui modalità di finanziamento non sono state rese note.⁶¹

⁵⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.9.1 (pag. 36), ove l'Offerente dà atto che la fusione “*potrebbe qualificarsi come operazione tra parti correlate*”.

⁶⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 97). Il Prospetto ICOP evidenzia che il Gruppo Trevi ha generato all'estero l'81% dei ricavi 2025 e il 78% dei ricavi del primo semestre 2026, di cui rispettivamente il 39% e il 29% in Medio Oriente e Asia, e che il Piano Industriale di ICOP privilegia mercati “*più stabili dal punto di vista politico*” (Fattore di rischio A.3.1, pag. 23; Fattore di rischio A.2.4, pagg. 19-20; Capitolo 8, Paragrafo 8.2., pag. 66).

⁶¹ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.1 (pag. 80).

4 ULTERIORI VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO AGLI EFFETTI DELL'OFFERTA PER GLI AZIONISTI E AI PROFILI DI RISCHIO E DI INCERTEZZA CONNESSI ALL'OFFERTA E ALLE AZIONI ICOP

Ad integrazione delle valutazioni sulle motivazioni dell'Offerta e sui programmi dell'Offerente illustrate nella precedente Sezione 3, il Consiglio di Amministrazione ritiene doveroso sottoporre all'attenzione degli Azionisti ulteriori elementi che, pur non attenendo direttamente alle motivazioni dell'Offerta e ai programmi dell'Offerente, incidono in misura rilevante sulla valutazione dell'opportunità di divenire azionisti di ICOP e dei rischi che gli Aderenti assumerebbero.

4.1 L'adesione all'OPS comporterebbe il passaggio da una società priva di un socio di controllo a una società a controllo concentrato e destinato a rafforzarsi ulteriormente per effetto del voto maggiorato, il cui statuto contiene rilevanti deroghe all'assetto ordinario di governance delle società quotate

Il Consiglio di Amministrazione ritiene opportuno richiamare l'attenzione degli Azionisti su un profilo di assoluto rilievo ai fini della valutazione dell'Offerta: l'adesione all'OPS determinerebbe, per gli Azionisti di Trevi, il passaggio da una compagine sociale priva di un socio di controllo di diritto a una società soggetta al controllo di diritto di un unico azionista, destinato potenzialmente a consolidarsi ulteriormente per effetto del meccanismo del voto maggiorato previsto dal nuovo statuto dell'Offerente.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, il capitale sociale di Trevi si caratterizza per un assetto proprietario articolato, in cui nessun azionista detiene, individualmente, una partecipazione di controllo di diritto ai sensi dell'art. 93 del TUF. I principali azionisti dell'Emittente sono CDP Equity S.p.A., società soggetta a direzione e coordinamento di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., titolare di una partecipazione pari a circa il 21,3% del capitale sociale, Praude Asset Management Limited, titolare di una partecipazione pari a circa il 13,98%, e Polaris Capital Management LLC, titolare di una partecipazione pari a circa il 6,6%;⁶² Webuild risulta inoltre titolare di una partecipazione pari a circa il 4,99%⁶³. Tale assetto assicura agli Azionisti di Trevi (i) la piena contendibilità della Società, (ii) una dialettica assembleare effettiva, nella quale gli azionisti di minoranza sono in grado di incidere concretamente sulle deliberazioni sociali, e (iii) la possibilità di beneficiare di eventuali premi di controllo in caso di operazioni sul capitale della Società, come dimostrato dalla circostanza stessa che l'Emittente è oggi potenzialmente destinatario di due offerte pubbliche (si veda la Sezione 6 del presente Comunicato dell'Emittente).

Per contro, ICOP è controllata di diritto, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2359 del Codice Civile, da Cifre, titolare di una partecipazione pari al 78,40% del capitale sociale dell'Offerente; Cifre è a sua volta partecipata da componenti della famiglia Petrucco, senza che — secondo quanto dichiarato nel Prospetto ICOP — sia *“identificabile un singolo soggetto controllante ultimo persona fisica o giuridica”*, fermo restando che Vittorio Petrucco e Piero Petrucco, rispettivamente Presidente e Vice Presidente e Amministratore Delegato dell'Offerente, detengono complessivamente il 55,312% dei diritti di voto in Cifre.⁶⁴ Come dichiarato dallo stesso Offerente nella Sezione B, Paragrafo B.1.6, del Documento di Offerta, anche nell'ipotesi di integrale adesione all'Offerta, Cifre continuerà a detenere, direttamente e indirettamente, oltre il 50% del capitale sociale di ICOP — pari, in tale scenario, al 61,56% — e continuerà a controllare di diritto l'Offerente ai sensi dell'art.

⁶² Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.2.3 (pagg. 60-61), ove l'Offerente dà atto che, *“sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili alla Data del Documento di Offerta, non risulta che alcun soggetto eserciti, individualmente o congiuntamente, il controllo sull'Emittente ai sensi dell'art. 93 del TUF”*.

⁶³ Cfr. Comunicazione ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF relativa all'Offerta Webuild pubblicata in data 29 luglio 2026.

⁶⁴ Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafi B.1.6 (pag. 49) e B.1.13 (pag. 60); Prospetto ICOP, Nota di Sintesi, Sezione B.1.3 (pag. 6). Cifre è qualificata dall'Offerente quale Persona che Agisce di Concerto ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4-bis, lett. b), del TUF.

2359 del Codice Civile e dell'art. 93 del TUF, mentre nel medesimo scenario gli attuali Azionisti di Trevi verrebbero a detenere, complessivamente, circa il 21,5% del capitale (*fully diluted*).⁶⁵

Le percentuali sopra indicate presuppongono l'integrale adesione all'Offerta. In scenari di adesione parziale — anche per effetto della riduzione della Condizione Soglia comunicata dall'Offerente in data 20 agosto 2026 — il numero di Azioni ICOP emesse sarebbe proporzionalmente inferiore, con la conseguenza che la partecipazione di Cifre nel capitale dell'Offerente risulterebbe superiore. A titolo esemplificativo, a fronte di un livello di adesioni corrispondente alla Condizione Soglia (66,67%), cui corrisponderebbe l'emissione di n. 5.814.893 Azioni ICOP, gli attuali Azionisti di Trevi verrebbero a detenere circa il 15,4% del capitale sociale dell'Offerente e Cifre circa il 66,3%.⁶⁶

Il dato riferito al capitale non esprime, tuttavia, necessariamente il reale assetto dei rapporti di forza che verrebbe a determinarsi in seno all'Offerente. Il nuovo statuto sociale di ICOP, approvato dall'assemblea straordinaria del 28 luglio 2026 con efficacia dall'inizio delle negoziazioni su Euronext Milan (il “**Nuovo Statuto**”), prevede infatti il meccanismo della maggiorazione del diritto di voto ex art. 127-*quinquies* del TUF (due voti per ciascuna azione posseduta per un periodo continuativo di almeno 24 mesi), prevedendo espressamente che, ai fini della maturazione del periodo di possesso, sia computato “*anche il possesso maturato anteriormente all'avvio delle negoziazioni su Euronext Milan*”⁶⁷.

Ne discende una strutturale asimmetria tra gli attuali soci di ICOP e gli Azionisti di Trevi che divenissero soci dell'Offerente per effetto dell'adesione all'OPS: (i) il socio di controllo Cifre e gli altri soci storici di ICOP, in virtù del computo del possesso pregresso, potrebbero beneficiare della maggiorazione sin dall'avvio delle negoziazioni su Euronext Milan delle Azioni ICOP; (ii) gli Azionisti di Trevi divenuti soci di ICOP potrebbero iscriversi a loro volta nell'apposito elenco, ma dovrebbero in ogni caso attendere il decorso dell'intero periodo di 24 mesi prima di conseguire la maggiorazione, rimanendo per tutto tale periodo esposti a un peso deliberativo significativamente ridotto, mentre Cifre potrebbe venire a disporre di una quota di diritti di voto potenzialmente superiore ai tre quarti, idonea a consentirle di determinare da sola non soltanto ogni deliberazione dell'assemblea ordinaria (nomina della maggioranza degli amministratori, approvazione del bilancio, distribuzione di dividendi), ma anche ogni deliberazione dell'assemblea straordinaria (ivi incluse modifiche statutarie, aumenti di capitale, fusioni e scissioni), senza necessità di alcun concorso delle minoranze, fermo quanto previsto dalla legge.

Le tutele per gli Azionisti di Trevi che decidessero di aderire all'Offerta risulterebbero ulteriormente ridimensionate per effetto di una pluralità di previsioni del Nuovo Statuto che derogano, nei limiti consentiti dalla normativa vigente, all'assetto ordinario di tutela delle minoranze nelle società quotate. In particolare, il Consiglio richiama l'attenzione degli Azionisti sulle seguenti previsioni:

- (i) *deroga all'OPA da consolidamento*: ai sensi dell'art. 9.2 del Nuovo Statuto, fintanto che ICOP si qualifichi come PMI, non trova applicazione l'obbligo di offerta previsto dall'art. 106, comma 3, lett. b), del TUF (c.d. OPA da consolidamento). Il Nuovo Statuto eleva inoltre al 7,5% del capitale con diritto di voto la soglia di soci contrari rilevante ai fini della preclusione dell'esenzione dall'obbligo di OPA per le operazioni di fusione, scissione o conferimento in natura (c.d. *whitewash*);

⁶⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.6 (pagg. 49-50); Prospetto ICOP, Capitolo 15 (pagg. 88-89).

⁶⁶ Elaborazione effettuata dall'Emittente sulla base del numero di Azioni ICOP in circolazione alla Data del Documento di Offerta (n. 31.888.850) e del numero di nuove Azioni ICOP da emettere in caso di adesione pari alla Condizione Soglia (n. 5.814.893), indicato nel Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.3, Nota 4 (pag. 50).

⁶⁷ Cfr. art. 6.15 del Nuovo Statuto. Il Consiglio rileva che né il Documento di Offerta (Sezione B, Paragrafo B.1.5, pag. 48) né il Prospetto ICOP (Capitolo 10, Paragrafo 10.2.2, pag. 83), nel descrivere il meccanismo di maggiorazione del voto — “*a decorrere dalla data di iscrizione in un apposito elenco*” — danno conto della circostanza che, ai fini della maturazione del periodo di 24 mesi, è computato anche il possesso anteriore all'avvio delle negoziazioni su Euronext Milan, né quantificano gli effetti della maggiorazione sui diritti di voto esercitabili dal socio di controllo ove questi richieda e ottenga detta iscrizione.

- (ii) *modalità di tenuta delle assemblee e limitazioni all'intervento*: ai sensi dell'art. 12.3 del Nuovo Statuto, l'avviso di convocazione può stabilire che l'assemblea si tenga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, senza indicazione di un luogo fisico, ovvero che l'intervento in assemblea e l'esercizio del voto avvengano *esclusivamente* per il tramite del rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies* del TUF — con conseguente impossibilità, in tale ipotesi, di partecipazione diretta dei soci all'adunanza — salva la facoltà di soci rappresentanti almeno il 5% del capitale con diritto di voto di richiedere l'adunanza in luogo fisico, soglia il cui raggiungimento richiederebbe il coordinamento di una parte assai significativa degli ex Azionisti di Trevi. Inoltre, ai sensi dell'art. 12.4 del Nuovo Statuto, a decorrere dal 30 settembre 2026 la partecipazione alla *discussione* in assemblea — sia in adunanza fisica sia mediante mezzi di telecomunicazione — è riservata ai soci individualmente titolari di una partecipazione non inferiore allo 0,5 per mille del capitale sociale con diritto di voto. Alla luce di quanto precede, la generalità dei piccoli azionisti provenienti da Trevi, pur conservando il diritto di voto e di formulare proposte, sarebbe pertanto esclusa dal dibattito assembleare;
- (iii) *amministratori indipendenti e rappresentanza delle minoranze negli organi sociali*: quanto agli amministratori indipendenti, il Nuovo Statuto si limita a rinviare al numero minimo previsto dalle disposizioni di legge, ossia — ai sensi dell'art. 147-*ter*, comma 4, del TUF — un solo amministratore indipendente ove il consiglio sia composto da non più di sette membri e due negli altri casi. Diversamente, il Consiglio di Amministrazione di Trevi è attualmente composto da 11 membri, dei quali 9 — ossia tutti, ad eccezione dell'Amministratore Delegato e del Consigliere Andrea Nuzzi — in possesso dei requisiti di indipendenza ai sensi dell'art. 148 del TUF. Inoltre, il meccanismo del voto di lista riserva alla lista di minoranza un solo componente del Consiglio di Amministrazione, quale che sia il numero dei consiglieri, essendo tutti i restanti componenti riservati alla lista che risulti la più votata. Il Consiglio rileva infine che l'attuale composizione del Consiglio di Amministrazione di ICOP non garantisce l'equilibrio tra i generi previsto dall'art. 147-*ter*, comma 1-*ter*, del TUF — sebbene, ai sensi della disciplina vigente, tale requisito non sia richiesto per il primo mandato successivo all'ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato — essendo presente un solo componente di genere femminile, cui si aggiungerà un secondo componente con efficacia dalla data di avvio delle negoziazioni su Euronext Milan.

Alla luce di quanto precede, gli Azionisti di Trevi che aderissero all'OPS diverrebbero azionisti di minoranza di una società: (i) stabilmente controllata di diritto da un unico socio che, per effetto del voto maggiorato maturato sul possesso pregresso, potrebbe venire a disporre di una quota di diritti di voto idonea a determinare da solo anche le deliberazioni dell'assemblea ordinaria e straordinaria; (ii) non contendibile, con conseguente impossibilità, in assenza del consenso del socio di controllo, di beneficiare in futuro di offerte pubbliche di acquisto e dei relativi premi, e nella quale anche i presidi ordinari a tutela delle minoranze in caso di consolidamento del controllo risultano statutariamente derogati; (iii) il cui statuto limita le prerogative assembleari e la rappresentanza delle minoranze negli organi sociali, in discontinuità rispetto all'attuale assetto di *governance* dell'Emittente; e (iv) caratterizzata da un flottante limitato, con i connessi profili di illiquidità del titolo già illustrati al precedente Paragrafo 3.6;

4.2 Gli Azionisti di Trevi che aderissero all'OPS diverrebbero azionisti di una società che si è avvalsa dell'opt-out in materia di politica di remunerazione introdotto dalla riforma del TUF

Il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti anche sulle differenze esistenti tra Trevi e ICOP in punto di presidi e trasparenza in materia di remunerazione del *management*.

Come noto, il D. Lgs. 27 marzo 2026, n. 47, di riforma del TUF, ha introdotto — in un'ottica di semplificazione e proporzionalità — la facoltà per gli emittenti quotati di derogare statutariamente (c.d. *opt-out*) a taluni presidi in materia di politica di remunerazione previsti dall'art. 123-*ter* del TUF, tra cui la facoltà di escludere i

dirigenti con responsabilità strategiche dall'ambito di applicazione della politica di remunerazione sottoposta al voto dell'assemblea.

ICOP si è avvalsa di tale facoltà: l'art. 10.2 del Nuovo Statuto prevede espressamente che, ai sensi dell'art. 123-ter, comma 3, del TUF, *“la politica della Società in materia di remunerazione non si estende ai dirigenti con responsabilità strategiche”*.

Trevi, per contro, applica integralmente il regime ordinario previsto dall'art. 123-ter del TUF: la politica di remunerazione dell'Emittente è sottoposta al voto vincolante dell'assemblea, si estende ai dirigenti con responsabilità strategiche e forma oggetto di informativa analitica nella relazione annuale sulla remunerazione, nel rispetto delle raccomandazioni del Codice di Corporate Governance.

Ne consegue che gli Azionisti di Trevi che aderissero all'OPS, divenendo azionisti di ICOP, vedrebbero ridotti (i) il perimetro del proprio potere di indirizzo e controllo sulle politiche retributive del management dell'Offerente — potere peraltro già di fatto compresso dalla presenza di un socio titolare del controllo di diritto e, in prospettiva, del voto maggiorato — e (ii) il grado di trasparenza e verificabilità dell'allineamento tra remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche e creazione di valore per la generalità degli azionisti. Il Consiglio ritiene che tale profilo debba essere attentamente considerato dagli Azionisti, anche alla luce del fatto che il Corrispettivo è interamente rappresentato da azioni ICOP e che, pertanto, la qualità della *governance* dell'Offerente costituisce parte integrante del “valore” offerto in scambio.

4.3 Le clausole di cambio di controllo contenute nei contratti di finanziamento e nei contratti commerciali del Gruppo Trevi

Come illustrato in Premessa, in data 8 luglio 2026 è stato erogato all'Emittente, a valere sul Contratto di Finanziamento sottoscritto in data 28 maggio 2026 con un *pool* di banche finanziatrici, il nuovo finanziamento a medio-lungo termine per Euro 180 milioni, componente essenziale della Manovra Finanziaria che ha consentito il rimborso integrale dell'indebitamento oggetto dell'accordo di ristrutturazione del novembre 2022. Lo stesso Offerente riconosce, nel Prospetto ICOP, che il Contratto di Finanziamento *“prevede, inter alia, un'ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio al verificarsi di un cambio di controllo (change of control) in capo a Trevi, nonché in caso di delisting di Trevi”* e che *“il perfezionamento dell'Offerta determinerebbe esso stesso, per effetto dell'acquisizione del controllo di Trevi da parte dell'Emittente, il verificarsi dell'evento di cambio di controllo (change of control) rilevante ai sensi del Contratto di Finanziamento e, conseguentemente, l'insorgere del diritto delle banche finanziatrici di richiedere il rimborso anticipato obbligatorio del finanziamento, salva rinuncia delle stesse a tale diritto (ovvero rilascio di un waiver)”*.⁶⁸

Il Contratto di Finanziamento contiene, in linea con la prassi di mercato, una clausola di cambio di controllo (*change of control*). In particolare, ai sensi del Contratto di Finanziamento, costituisce *“Change of Control”* ciascuna delle seguenti ipotesi:

“(i) any person or group of persons acting in concert (within the meaning given to the expression “persone che agiscono di concerto” in article 101-bis, paragraph 4, 4-bis and 4-ter, of the Italian Financial Act), in each case other than CDP, gaining direct or indirect control (within the meaning of article 93 of the Italian Financial Act) of the Borrower; and/or (ii) CDP ceasing to be the indirect shareholder holding the largest shareholding interest in the issued share capital of the Borrower; and/or (iii) the indirect shareholding interest of CDP in the Borrower falling below the percentage indirectly held by CDP in the issued share capital of the Borrower on the date of the completion of the Rights Issue”.

⁶⁸ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12) e Fattore di rischio A.2.1 (pag. 16); Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 99).

Al verificarsi di un Change of Control, il Contratto di Finanziamento prevede che “*the Facility will be immediately cancelled and shall immediately cease to be available for further utilisation and the Loan, accrued interest and other amounts under the Finance Documents, shall become immediately due and payable*”.

Il perfezionamento dell’Offerta — comportando l’acquisizione da parte di ICOP del controllo, diretto o indiretto, dell’Emittente ai sensi dell’art. 93 del TUF e, in ogni caso, il venir meno della posizione di CDP quale azionista indiretto titolare della maggiore partecipazione nel capitale della Società — integrerebbe pertanto un Change of Control ai sensi del Contratto di Finanziamento, con conseguente cancellazione immediata della linea e obbligo di rimborso immediato del finanziamento per Euro 180 milioni, oltre a interessi maturati e ogni altro importo dovuto ai sensi dei Finance Documents, salvo che le banche finanziatrici vi rinuncino (*waiver*) nei termini eventualmente concordati.

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che si tratti di un profilo di assoluta centralità ai fini della valutazione dell’Offerta e richiama, al riguardo, l’attenzione degli Azionisti sulle seguenti considerazioni:

- (i) l’Offerente ha apposto all’Offerta una specifica Condizione di Efficacia relativa alla “efficacia” del Contratto di Finanziamento (la Condizione Finanziamento, di cui alla Sezione 5, Paragrafo 5.1, del presente Comunicato dell’Emittente). Tale condizione, tuttavia, per come formulata — e fatte salve le rilevanti incertezze interpretative illustrate alla Sezione 5, Paragrafo 5.1 — sembrerebbe non presupporre l’ottenimento di alcun waiver da parte delle banche finanziatrici rispetto alla clausola di *change of control*: essa parrebbe richiedere unicamente che, sino al secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento, il Contratto di Finanziamento sia valido ed efficace e non siano intervenuti eventi di inadempimento, esercizi di diritti di recesso o accelerazione, ovvero modifiche pregiudizievoli. Poiché il Change of Control si verificherebbe soltanto con l’acquisto del controllo da parte dell’Offerente — e dunque alla Data di Pagamento, in un momento *successivo* al perimetro temporale della condizione — l’avveramento della Condizione Finanziamento non parrebbe tutelare in alcun modo gli aderenti (né la stessa entità risultante dalla combinazione) rispetto all’attivazione della clausola e alla conseguente immediata esigibilità del finanziamento per Euro 180 milioni immediatamente dopo il perfezionamento dell’Offerta. Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione 5 del presente Comunicato dell’Emittente;
- (ii) l’eliminazione di tale rischio presupporrebbe, pertanto, l’ottenimento di un *waiver* delle banche finanziatrici anteriormente alla Data di Pagamento; al riguardo, il Consiglio dà atto che il Documento di Offerta contempla tra le ipotesi in cui la Condizione Finanziamento si intenderebbe verificata l’assunzione, da parte delle banche finanziatrici, dell’impegno a rinunciare alla facoltà di richiedere il rimborso anticipato in caso di cambio di controllo e di eventuale Delisting, senza tuttavia rendere noto se tale impegno sia stato ottenuto, in quali termini e a quali condizioni, né le modalità con cui l’Offerente intenderebbe far fronte all’obbligo di rimborso immediato in caso di mancato ottenimento del *waiver*. Anzi, dal Prospetto ICOP si evince che, alla Data del Prospetto, nessun impegno delle banche finanziatrici era stato ottenuto: ai fini della predisposizione dei Dati Finanziari Consolidati Pro-forma l’Offerente ha infatti “*assunto*” il verificarsi della Condizione Finanziamento sul mero presupposto che “*non sono emerse circostanze note tali da far ritenere che le banche finanziatrici del Contratto di Finanziamento non intendano concedere la rinuncia (waiver)*”, e ha ipotizzato che l’eventuale rifinanziamento avvenga “*alle medesime condizioni del Contratto di Finanziamento*”, senza alcun elemento a supporto;⁶⁹

⁶⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iii) (pag. 26); Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43). Si segnala che, nel medesimo Paragrafo del Prospetto ICOP, l’Offerente descrive la Condizione Finanziamento come se la stessa richiedesse che “*ICOP debba avere evidenza che, inter alia, sia intervenuta la rinuncia da parte delle banche rispetto alle ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio previste nel Contratto di Finanziamento*”: tale formulazione non corrisponde al testo della Condizione Finanziamento riportato nella Sezione A, Paragrafo A.1, del Documento di Offerta e nel Capitolo 9, Paragrafo 9.1.2, del Prospetto

- (iii) l'obbligo di rimborso immediato di Euro 180 milioni, oltre accessori, inciderebbe in misura determinante sulla struttura finanziaria dell'entità risultante dalla combinazione, imponendo il reperimento in tempi ristretti di nuova provvista per un importo assai rilevante rispetto alle dimensioni dell'Offerente, in un contesto — quello immediatamente successivo a un cambio di controllo — tipicamente non favorevole alla negoziazione di condizioni competitive;
- (iv) l'attuale struttura di finanziamento di Trevi è stata negoziata a condizioni economiche funzionali all'implementazione del relativo piano industriale, e un eventuale rifinanziamento potrebbe potenzialmente avvenire a condizioni deteriori, con conseguenti effetti negativi sugli oneri finanziari dell'entità combinata non riflessi né nelle sinergie prospettate né nel Corrispettivo — e ciò a fronte della mera, generica indicazione, contenuta nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta, di una *“eventuale revisione dell'attuale struttura del debito del gruppo Trevi a condizioni più favorevoli rispetto a quelle attuali”*, non supportata da alcun elemento e, anzi, contraddetta dalla circostanza che lo stesso Offerente, nel predisporre i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma, ha dichiarato che *“non è determinabile una variazione di oneri finanziari derivante dalla nuova struttura finanziaria di Trevi rispetto alla struttura preesistente”*; e⁷⁰
- (v) analoghe — e per certi versi più immediate — considerazioni valgono per le nuove linee di credito operative a breve termine (per oltre Euro 70 milioni) e per le linee di firma (per oltre Euro 170 milioni) ottenute dal Gruppo nell'ambito della Manovra Finanziaria. I contratti relativi a tali linee contengono clausole di *cross default* in forza delle quali l'attivazione della clausola di cambio di controllo del Contratto di Finanziamento — e, a maggior ragione, la richiesta di rimborso anticipato del medesimo — legittimerebbe le banche a sospendere, revocare o ridurre i *plafond* accordati, a chiedere il rimborso degli utilizzi o l'escussione delle garanzie e a richiedere garanzie o condizioni ulteriori; alcune linee di credito concesse da istituti finanziari contengono altresì autonome clausole di cambio di controllo, che si attiverebbero direttamente per effetto del perfezionamento dell'Offerta. Inoltre, una porzione significativa delle linee di credito a breve nella disponibilità del Gruppo Trevi sono a revoca. Pertanto, indipendentemente dal verificarsi di un evento di cambio di controllo, gli istituti finanziari potrebbero revocare tali linee. La continuità di tali linee è essenziale per l'operatività corrente del Gruppo: la loro perdita, riduzione, sospensione o mancato rinnovo inciderebbe sul finanziamento del capitale circolante, degli acquisti, della mobilitazione e dei costi di cantiere e potrebbe impedire l'emissione o il mantenimento di *bid bond*, *performance bond*, *advance payment bond*, *retention bond*, *warranty bond* e delle altre garanzie richieste dai contratti, pubblici e privati, attualmente in essere, con conseguenze sulla prosecuzione delle commesse, sulla partecipazione a nuove gare e sulla conversione del *backlog* in ricavi. Tali linee non risultano coperte dalla Condizione Finanziamento — che ha ad oggetto il solo Contratto di Finanziamento — né menzionate nel Documento di Offerta o nel Prospetto ICOP, ove le componenti della Manovra Finanziaria diverse dal Contratto di Finanziamento e dall'Aumento di Capitale Trevi non sono in alcun modo mappate.⁷¹

Il Consiglio rileva inoltre che, nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta — e nel Prospetto ICOP — l'Offerente afferma che, *“sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, non risultano in capo a Trevi accordi di natura commerciale e/o finanziaria, diversi dal Contratto di Finanziamento, che*

ICOP, in cui l'impegno delle banche costituisce una mera modalità alternativa di avveramento. Alla Data del Comunicato dell'Emittente, non è noto se siano state avanzate alle banche finanziatrici richieste di *waiver*.

⁷⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 97); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.3.5 (pag. 26).

⁷¹ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12), ove la Manovra Finanziaria è descritta come composta dall'Aumento di Capitale Trevi e dal Contratto di Finanziamento quali *“componenti essenziali”*, senza alcun riferimento alle linee di credito operative e alle linee di firma; analogamente, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 44). Per una più ampia disamina del profilo di indebitamento e dei *covenant* si rinvia al Paragrafo 4.4.

prevedano clausole di risoluzione o rimborso anticipato attivabili in caso di change of control".⁷² Tale affermazione non corrisponde alla situazione effettiva del Gruppo. Il Consiglio precisa infatti che, contrariamente a quanto indicato dall'Offerente, le linee di credito operative e le linee di firma nella disponibilità del Gruppo (per effetto delle clausole di cross default ivi contenute e, per alcune linee di credito, autonome clausole di cambio di controllo), nonché una parte significativa dei contratti commerciali di cui sono parte l'Emittente e le società del Gruppo contengono clausole di cambio di controllo che si attiverebbero qualora un soggetto acquisisse il controllo dell'Emittente. Tali clausole attribuiscono tipicamente alle controparti, al verificarsi del cambio di controllo, facoltà di recesso, risoluzione anticipata e/o rinegoziazione dei relativi rapporti, ovvero subordinano la prosecuzione del rapporto al preventivo consenso della controparte.

Sebbene non sia possibile prevedere se e in quale misura le controparti si avvarrebbero di tali facoltà, il Consiglio osserva che: (i) l'attivazione, anche solo parziale, delle predette clausole potrebbe incidere negativamente sul portafoglio ordini del Gruppo — che al 30 giugno 2026 ammontava a circa Euro 928 milioni e costituisce uno dei principali elementi a supporto della strategia *standalone* dell'Emittente — nonché sulle relazioni commerciali di lungo periodo che rappresentano un asset distintivo di Trevi; (ii) in taluni mercati e con riferimento a talune committenze (ivi incluse committenze pubbliche e della difesa), il mutamento dell'assetto di controllo potrebbe rilevare anche ai fini di prequalifiche, autorizzazioni e requisiti soggettivi di partecipazione a gare; e (iii) l'Offerente ha espressamente dichiarato di non aver effettuato su Trevi alcuna attività di *due diligence* e di aver fatto affidamento esclusivamente su informazioni pubbliche,⁷³ sicché tali profili di rischio non risultano essere stati oggetto di alcuna analisi né quantificazione ai fini della determinazione del Corrispettivo e delle sinergie prospettate. Anche tali rischi, ove si materializzassero, verrebbero sopportati dagli Azionisti di Trevi che, aderendo all'Offerta ICOP, divenissero soci di ICOP.

4.4 Il profilo di indebitamento del gruppo risultante dalla combinazione, i *covenant* finanziari e le componenti della Manovra Finanziaria non considerate dall'Offerente

Il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che, secondo quanto dichiarato dallo stesso Offerente nel Prospetto ICOP, *"il perfezionamento dell'Offerta determinerebbe un significativo incremento dell'indebitamento finanziario del Gruppo"* ICOP: al 31 dicembre 2025 l'indebitamento finanziario netto del Gruppo ICOP era pari a Euro 151 milioni su base storica e a Euro 241 milioni su base *pro-forma*, con un indebitamento finanziario lordo che passa da Euro 239 milioni a Euro 505 milioni *pro-forma*, e un rapporto EBITDA/oneri finanziari che scende da 9,4x a 4,3x. Al 30 giugno 2026, l'Indebitamento Finanziario Netto Adjusted del Gruppo ICOP, su base preliminare e non sottoposta a revisione, era pari a circa Euro 171 milioni. Il Gruppo ICOP ha inoltre perfezionato, in data 25 giugno 2026, un rifinanziamento del proprio debito per Euro 106 milioni mediante tre contratti bilaterali a medio-lungo termine con scadenza al 31 dicembre 2031, *"con pricing indicizzato al rapporto di leva finanziaria"* e assistiti da *covenant*, la cui violazione *"potrebbe comportare l'obbligo di rimborso anticipato dei finanziamenti e/o la risoluzione dei contratti da parte delle banche finanziatrici"*, oltre a clausole di *cross-default* e a impegni a non contrarre nuovo indebitamento.⁷⁴

L'Offerente afferma che il perfezionamento dell'Offerta *"non comporta, sulla base delle informazioni disponibili alla Data del Prospetto, un superamento dei covenant finanziari previsti nei contratti di*

⁷² Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 99); Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43).

⁷³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.6 (pag. 31) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 79): *"l'Offerente non ha effettuato sull'Emittente alcuna attività di due diligence finanziaria, legale, commerciale, fiscale, industriale o di qualsivoglia natura"*; Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 15) e Fattore di rischio A.2.1 (pag. 16), ove si precisa che la *due diligence* *"sarà condotta solo successivamente al perfezionamento dell'Offerta"*. Lo stesso Prospetto ICOP annovera tra i rischi dell'integrazione *"l'emersione di passività non note"* (Fattore di rischio A.1.1, pag. 11).

⁷⁴ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.1 (pagg. 15-16) e Capitolo 7, Paragrafo 7.1 (pagg. 63-64); Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.1.12 (pagg. 58-59). L'indebitamento finanziario lordo del Gruppo ICOP era esposto al rischio di tasso di interesse per il 75% al 30 giugno 2026 (Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.1, pag. 16).

finanziamento del Gruppo” ICOP, precisando tuttavia che “*tale valutazione è stata condotta sulla base delle sole informazioni messe a disposizione del pubblico su Trevi e su base meramente pro-forma, senza che sia stata effettuata un’attività di due diligence sul Gruppo Trevi – la quale sarà condotta solo successivamente al perfezionamento dell’Offerta – e in assenza, alla Data del Prospetto, di un piano industriale relativo al Gruppo Post-Acquisizione Trevi (c.d. piano combined)*”. L’Offerente riconosce altresì che il Contratto di Finanziamento “*contiene una serie di covenant finanziari, impegni generali e altre restrizioni che impongono obblighi significativi in capo a Trevi e alle altre società del Gruppo Trevi e potrebbero limitare la flessibilità operativa e finanziaria del gruppo medesimo*” — tra cui un rapporto di leva finanziaria lorda e un rapporto di gearing, verificati semestralmente e soggetti a riduzione progressiva, e un *covenant* di liquidità minima pari a Euro 25 milioni verificato trimestralmente — e che “*in caso di perfezionamento dell’Offerta, tali obblighi e i relativi rischi ricadrebbero nella sfera del Gruppo Post-Acquisizione Trevi*”.⁷⁵

Il Consiglio osserva che:

- (i) la Condizione Finanziamento e la riserva di rinuncia alla stessa hanno ad oggetto esclusivamente il Contratto di Finanziamento (Euro 180 milioni), mentre le ulteriori componenti della Manovra Finanziaria — linee di credito operative a breve termine per oltre Euro 70 milioni e linee di firma per oltre Euro 170 milioni, essenziali per la partecipazione a gare e per l’esecuzione delle commesse del Gruppo — non sono considerate né nel Documento di Offerta né nel Prospetto ICOP;⁷⁶
- (ii) laddove non venisse attivata la Condizione Finanziamento, l’Offerente non fornisce alcuna indicazione in merito alle modalità con cui farebbe fronte all’eventuale rimborso anticipato del Contratto di Finanziamento in caso di mancato *waiver*, né in merito alle condizioni dell’eventuale rifinanziamento contemplato dalla riserva di rinuncia alla Condizione Finanziamento, essendosi limitato, ai fini dei Dati Finanziari Consolidati Pro-forma, ad assumere che lo stesso avvenga “*alle medesime condizioni del Contratto di Finanziamento*” e che “*non dovrebbe comportare l’attivazione di clausole di cross default nei confronti degli altri contratti di finanziamento del Gruppo*” ICOP;⁷⁷
- (iii) i *covenant* del Contratto di Finanziamento sono stati calibrati sul Piano Industriale 2026-2029 di Trevi su base *standalone* e sulla traiettoria di riduzione dell’indebitamento ivi prevista; l’inserimento di Trevi in un gruppo caratterizzato da maggiore leva finanziaria, l’eventuale attivazione delle clausole di cambio di controllo nei contratti commerciali (Paragrafo 4.3) e le eventuali dissinergie derivanti dall’integrazione potrebbero incidere sulla capacità del Gruppo Trevi di rispettare i predetti *covenant*, con i conseguenti effetti di *cross-default* riconosciuti dallo stesso Offerente;⁷⁸
- (iv) il Prospetto ICOP dà conto del prestito obbligazionario di Euro 50 milioni emesso da Trevi con scadenza al 31 dicembre 2026, il cui rimborso — come correttamente indicato dall’Offerente — è integralmente coperto dalle disponibilità vincolate rivenienti dal Contratto di Finanziamento; il

⁷⁵ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.1 (pag. 16). Lo stesso Offerente qualifica il rischio connesso all’indebitamento e ai *covenant* come di “*media rilevanza*” (pag. 15).

⁷⁶ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 44); Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iii) (pag. 26). Le garanzie fideiussorie prestate a favore dei committenti del solo Gruppo ICOP ammontavano, al 31 dicembre 2025, a circa Euro 219 milioni (Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.3.2, pag. 24).

⁷⁷ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43). Il Piano Industriale di ICOP, per parte propria, “*assume che gli investimenti previsti, siano finanziati integralmente mediante i flussi di cassa dell’operatività aziendale, e che l’indebitamento finanziario esistente sia rimborsato secondo i piani di ammortamento contrattuali, senza ricorso a nuova finanza per cassa*” e “*il rispetto, per l’intero arco temporale, dei covenant finanziari previsti dai contratti di finanziamento del Gruppo*” (Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.1, pag. 65); tali assunzioni non contemplano gli effetti dell’Offerta.

⁷⁸ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.6 (pag. 75), ove sono riportati gli obiettivi del Piano Industriale Trevi in termini di Indebitamento Netto (Euro 90-100 milioni nel 2026 e inferiore a Euro 10 milioni nel 2029) e di rapporto Indebitamento Netto/EBITDA Ricorrente (1,1x-1,4x nel 2026 e circa 0,0x nel 2029).

Consiglio segnala, tuttavia, che il regolamento del prestito obbligazionario prevede a sua volta clausole di rimborso anticipato in caso di cambio di controllo;⁷⁹

- (v) la dichiarazione dell'Offerente circa la sufficienza del capitale circolante *“anche a livello di Gruppo post-Acquisizione Trevi”* per i dodici mesi successivi alla Data del Prospetto è resa, per quanto sopra, in assenza di *due diligence*, di un piano combinato e di qualsivoglia certezza circa il mantenimento del Contratto di Finanziamento e delle ulteriori componenti della Manovra Finanziaria.⁸⁰

4.5 Avvertenza in merito al trattamento fiscale in capo agli Azionisti di Trevi che decidessero di aderire all'OPS

Gli Azionisti di Trevi che aderissero all'OPS, apportando le proprie Azioni Trevi in cambio delle Azioni ICOP offerte, porrebbero in essere un'operazione *“realizzativa”* ai fini delle imposte sui redditi (*capital gain*), come confermato dallo stesso Offerente nel Documento di Offerta, ove si precisa che *“qualsiasi imposta sul reddito, ritenuta d'acconto o imposta sostitutiva, ove dovuta, sulla plusvalenza eventualmente realizzata, rimarrà a carico degli Aderenti”*.⁸¹ Lo scambio di Azioni Trevi con Azioni ICOP nell'ambito dell'Offerta non beneficia, infatti, di alcun regime di neutralità fiscale, e gli Azionisti di Trevi, a seconda del valore di carico/costo fiscale delle Azioni Trevi apportate, potrebbero realizzare plusvalenze imponibili (tassate in misura pari al 26% in capo a talune categorie di Azionisti) ovvero minusvalenze (la cui deducibilità è soggetta a specifiche limitazioni, anche temporali, in capo a talune categorie di Azionisti).

Non essendo prevista nell'OPS alcuna componente in denaro, ma esclusivamente lo scambio in azioni, gli Azionisti di Trevi che aderissero all'OPS dovrebbero far fronte con propri mezzi finanziari all'assolvimento degli oneri fiscali; in particolare, gli Azionisti che detengano le Azioni Trevi mediante rapporti di custodia o amministrazione in regime fiscale amministrato presso intermediari abilitati dovranno fornire ai predetti intermediari la provvista in denaro necessaria al fine di assolvere gli eventuali oneri fiscali a loro carico derivanti dall'adesione all'OPS.

Tale circostanza genera un ulteriore elemento di incertezza e di potenziale onerosità per gli Azionisti di Trevi, i quali si troverebbero a dover decidere in merito all'adesione all'OPS: (i) senza essere in grado di conoscere a priori il relativo possibile carico fiscale, dipendente anche dal valore delle Azioni ICOP alla data dello scambio; e (ii) con la necessità di reperire altrove la liquidità necessaria ad assolvere le imposte eventualmente dovute, non ricevendo dall'Offerta alcun corrispettivo in denaro.

Il Consiglio rileva, al riguardo, che né il Documento di Offerta né il Prospetto ICOP contengono una descrizione del regime fiscale applicabile agli Aderenti in relazione allo scambio: il Prospetto ICOP si limita ad avvertire che *“la normativa fiscale dello Stato membro dell'investitore e quella dell'Italia (Paese di registrazione dell'Emittente) possono avere un impatto sul reddito generato dalle Azioni”* e a rinviare gli investitori ai propri consulenti, *“avendo a riguardo anche alla normativa fiscale dello Stato dell'investitore in presenza di soggetti non residenti in Italia”*.⁸² Si invita in ogni caso ciascun Azionista a consultare i propri consulenti fiscali in merito al regime applicabile alla propria specifica situazione.

⁷⁹ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.1 (pag. 16).

⁸⁰ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 13 (pag. 87).

⁸¹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.6 (pagg. 30-31) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 78).

⁸² Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 10, Paragrafo 10.4 (pag. 85). Il Documento di Offerta non contiene alcuna sezione dedicata al regime fiscale dell'Offerta.

4.6 La procedura semplificata di valutazione delle Azioni Trevi conferite in natura (art. 2343-ter del Codice Civile): rischio di temporanea indisponibilità e di annullamento parziale delle Azioni ICOP assegnate agli Aderenti

Il Corrispettivo è rappresentato da Azioni ICOP rivenienti dall’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta, da liberarsi mediante conferimento in natura delle Azioni Trevi portate in adesione. L’Offerente ha deliberato di avvalersi, ai sensi dell’art. 2440, comma 2, del Codice Civile, della procedura semplificata di valutazione dei beni conferiti prevista dagli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile, che consente di non richiedere la relazione giurata di stima di un esperto nominato dal Tribunale, ove il valore attribuito ai beni conferiti sia pari o inferiore a quello risultante dalla valutazione di un esperto indipendente riferita a una data non anteriore di oltre sei mesi al conferimento.⁸³ A tal fine, l’Offerente ha conferito a RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. l’incarico di redigere la valutazione delle Azioni Trevi; RSM ha rilasciato una relazione preliminare in data 13 luglio 2026 e una relazione aggiornata in data 17 agosto 2026, concludendo — *“sulla base della situazione patrimoniale-finanziaria consolidata di Trevi al 31 dicembre 2025, nonché delle informazioni finanziarie disponibili al 30 giugno 2026”* — che *“il fair value di Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura non è inferiore complessivamente ad Euro 273 milioni e corrisponde ad una valorizzazione per azione di Euro 4,163”*.⁸⁴

Il Consiglio di Amministrazione richiama l’attenzione degli Azionisti sui seguenti profili.

- (i) *Natura e finalità della valutazione.* La relazione dell’esperto indipendente ex art. 2343-ter del Codice Civile è funzionale esclusivamente alla tutela dell’integrità del capitale sociale della società conferitaria (ICOP) e attesta che il valore delle Azioni Trevi conferite *“non è inferiore”* a Euro 273 milioni, ossia a un importo esattamente coincidente con la valorizzazione del Corrispettivo alla Data di Riferimento (Euro 4,163 per Azione Trevi): essa non esprime, né potrebbe esprimere, alcun giudizio sulla congruità del Corrispettivo per gli Azionisti di Trevi.⁸⁵
- (ii) *Facoltà della minoranza qualificata di ICOP di richiedere una nuova valutazione.* Ai sensi dell’art. 2443, comma 4, del Codice Civile, uno o più soci di ICOP che rappresentino almeno un ventesimo del capitale sociale possono richiedere, entro il 23 settembre 2026 — e dunque in pendenza del Periodo di Adesione — che si proceda a una nuova valutazione delle Azioni Trevi mediante relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale.⁸⁶
- (iii) *Avvio dell’iter ordinario in caso di fatti eccezionali o nuovi fatti rilevanti.* Qualora, entro la Data di Pagamento, il Consiglio di Amministrazione di ICOP rilevasse *“fatti eccezionali o fatti nuovi rilevanti tali da modificare sensibilmente il valore dei beni conferiti”* — e dunque tali da impedire il rilascio della dichiarazione di cui all’art. 2343-quater, comma 3, lett. d), del Codice Civile — lo stesso dovrebbe avviare l’iter ordinario di valutazione ai sensi dell’art. 2343 del Codice Civile.⁸⁷

⁸³ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pagg. 14-16) e Sezione A, Paragrafo A.7.1 (pagg. 31-33); Prospetto ICOP, Capitolo 10, Paragrafo 10.3 (pagg. 83-85).

⁸⁴ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pagg. 14-15) e Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 81); Prospetto ICOP, Capitolo 10, Paragrafo 10.3 (pag. 84) e Capitolo 16, Paragrafo 16.1 (pag. 89), ove la relazione di RSM è indicata tra i documenti disponibili presso la sede dell’Offerente.

⁸⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 81 e nota 1 alla tabella di pag. 80-81). Il Documento di Offerta precisa che il valore attribuito alle Azioni Trevi ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo *“dovrà essere pari o inferiore”* a quello indicato nella relazione di RSM (Premesse, Paragrafo 2, pag. 15).

⁸⁶ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 15) e Paragrafo 5 (pag. 20); Sezione A, Paragrafo A.7.1 (pag. 32); Sezione B, Paragrafo B.1.6 (pag. 49).

⁸⁷ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 16) e Sezione A, Paragrafo A.7.1 (pag. 33); Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.2 (pag. 32). L’Offerente precisa che, alla Data del Documento di Offerta, il proprio Consiglio di Amministrazione *“non ha rilevato l’intervento di fatti eccezionali o fatti nuovi rilevanti”*.

- (iv) *Indisponibilità delle Azioni ICOP.* Fino all'iscrizione nel Registro delle Imprese della dichiarazione degli amministratori di ICOP ex art. 2343-*quater*, comma 3, lett. d), del Codice Civile, le Azioni ICOP assegnate agli Aderenti “saranno inalienabili”. L’Offerente “prevede” che tale iscrizione avvenga in tempo utile rispetto alla Data di Pagamento; tuttavia, in caso di ricorso all’iter ordinario, le Azioni ICOP assegnate quale Corrispettivo “saranno indisponibili fino al completamento della procedura ordinaria di valutazione delle Azioni Oggetto dell’Offerta ai sensi dell’articolo 2343 del Codice Civile, procedura i cui tempi di completamento non sono predeterminabili ex ante”. Gli Aderenti, avendo già trasferito le proprie Azioni Trevi, si troverebbero pertanto titolari di strumenti finanziari non negoziabili per un periodo non determinabile ex ante.⁸⁸
- (v) *Possibile annullamento di parte delle Azioni ICOP ricevute.* Ove, all’esito dell’iter ordinario, il valore delle Azioni Trevi conferite risultasse inferiore di oltre un quinto rispetto a quello indicato nella relazione di RSM, troverebbe applicazione l’art. 2343, comma 4, del Codice Civile. Al riguardo, il Consiglio rileva una contraddizione tra i documenti dell’Offerente: mentre il Documento di Offerta afferma che il ricorso all’iter ordinario “non avrà alcun impatto sul Rapporto di Scambio e, conseguentemente, sul Corrispettivo, nonché sul diritto degli Aderenti a vedersi assegnato il corrispondente numero di Azioni ICOP”, potendo determinare al più “la riduzione dell’ammontare del sovrapprezzo”, il Prospetto ICOP avverte che, in tale ipotesi, “l’Emittente sarà tenuto ridurre proporzionalmente il capitale sociale, annullando le Nuove Azioni che risultino scoperte per la parte eccedente lo scostamento rilevato, salvo che i soci conferenti (ossia gli aderenti all’Offerta che hanno conferito le Azioni Trevi) versino la differenza in denaro necessaria a colmare lo scostamento, ovvero recedano dalla Società”, con la conseguenza, “per gli aderenti all’Offerta interessati”, dell’“assegnazione definitiva di un numero di Nuove Azioni inferiore a quello originariamente ricevuto quale Corrispettivo, con conseguente pregiudizio economico a loro carico”. Lo stesso Offerente qualifica tale rischio come di “media probabilità di accadimento”.⁸⁹
- (vi) *Termine di sei mesi della valutazione.* La procedura semplificata presuppone che la valutazione dell’esperto sia riferita a una data non anteriore di oltre sei mesi rispetto al conferimento. La relazione aggiornata di RSM è riferita ai dati disponibili al 30 giugno 2026 e la Data di Pagamento è fissata al 23 ottobre 2026 (6 novembre 2026 per l’eventuale Riapertura dei Termini); eventuali proroghe del Periodo di Adesione, anche per effetto dell’allineamento con l’Offerta Webuild e di eventuali rilanci, potrebbero avvicinare la data del conferimento al predetto limite temporale e rendere necessario un ulteriore aggiornamento della valutazione, profilo sul quale il Documento di Offerta non fornisce indicazioni.⁹⁰

Alla luce di quanto precede, il Consiglio ritiene che la scelta dell’Offerente di ricorrere alla procedura semplificata di valutazione, unitamente ai profili di non univocità informativa sopra rilevati, introduca un ulteriore elemento di incertezza in ordine alla piena disponibilità e alla quantità definitiva delle Azioni ICOP che gli Aderenti riceverebbero quale Corrispettivo.

4.7 Le assunzioni sottostanti ai Dati Finanziari Consolidati Pro-forma dell’Offerente

Il Prospetto ICOP include i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma al 31 dicembre 2025, predisposti al fine di rappresentare i principali effetti delle acquisizioni di AGH e Palingeo e dell’Acquisizione Trevi, ivi inclusi gli

⁸⁸ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 16) e Sezione A, Paragrafo A.7.3 (pag. 34); Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.2 (pag. 32).

⁸⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.7.2 (pagg. 33-34); Prospetto ICOP, Fattore di rischio B.2 (pag. 32). Il Consiglio rileva che la rappresentazione contenuta nel Documento di Offerta (assenza di impatti sul numero di Azioni ICOP) e quella contenuta nel Prospetto ICOP (possibile annullamento delle Nuove Azioni ovvero versamento in denaro a carico degli Aderenti) non appaiono conciliabili e che gli Azionisti sono pertanto chiamati a valutare l’Offerta in presenza di un’informazione non univoca su un profilo direttamente incidente sul Corrispettivo effettivamente conseguibile.

⁹⁰ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pagg. 14-15) e Sezione A, Paragrafo A.7.1 (pagg. 31-32).

effetti dell'Aumento di Capitale Trevi e della Manovra Finanziaria. Il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulle seguenti assunzioni e limitazioni, dichiarate dallo stesso Offerente:⁹¹

- (i) i dati *pro-forma* assumono “*il verificarsi di tutte le Condizioni di Efficacia*”, ivi inclusa la Condizione Finanziamento (sul presupposto, non supportato da alcun impegno delle banche, che il *waiver* sia concesso), che “*il Corrispettivo non sia oggetto di aggiustamento*” e “*la percentuale di adesione all'Offerta pari al 100%*”; in caso di rinuncia alla Condizione Soglia senza acquisizione del controllo, l'Offerente “*non potrebbe consolidare con il metodo integrale i saldi patrimoniali ed economici di Trevi*” e la partecipazione sarebbe valutata con il metodo del patrimonio netto, con un contributo al conto economico 2025 pari a Euro 8 milioni moltiplicato per la quota detenuta;⁹²
- (ii) il costo dell'aggregazione (Euro 272.996 migliaia) è stato determinato sulla base del prezzo delle azioni ICOP alla Data di Riferimento (Euro 31,300), mentre, ai sensi dell'IFRS 3, il costo definitivo sarà determinato sulla base del prezzo delle azioni ICOP nel giorno di negoziazione precedente il perfezionamento dell'Offerta: l'Offerente illustra che una variazione del $\pm 15\%$ di tale prezzo modificherebbe l'avviamento preliminare (Euro 28.449 migliaia) in un intervallo compreso tra un provento da acquisizione (*bargain purchase*) di Euro 12.501 migliaia e un avviamento di Euro 69.398 migliaia. Il Consiglio rileva che, già alla Data del Documento di Offerta, il prezzo delle azioni ICOP (Euro 30,415) risultava inferiore a quello assunto;⁹³
- (iii) non è stato effettuato “*alcun processo di valutazione al fair value delle attività, comprese eventuali attività immateriali non rilevate in precedenza, delle passività e delle passività potenziali identificabili dell'entità acquisita*”, essendosi assunto che il *fair value* di attività e passività di Trevi sia allineato al valore contabile, con la sola sostituzione del patrimonio netto al 31 dicembre 2025 con quello al 30 giugno 2026 (Euro 244.547 migliaia); la *purchase price allocation* sarà completata entro dodici mesi dall'acquisizione e potrà comportare rettifiche anche significative, ivi inclusa la rilevazione di ammortamenti su attività immateriali oggi non iscritte (come avvenuto per AGH, il cui risultato netto è stato negativo per effetto dell'ammortamento degli *asset* iscritti in sede di PPA);⁹⁴
- (iv) gli effetti della Manovra Finanziaria sono stati “*ricostruiti*” dall'Offerente “*anche tramite alcune assunzioni*” sulla base di informazioni pubbliche, ricostruzione che “*non è stata in alcun modo validata, verificata o confermata da Trevi né da soggetti terzi, e ha pertanto valore meramente indicativo*”; gli impatti economici della Manovra Finanziaria non sono stati riflessi, “*tenuto conto che, alla Data del Prospetto e sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, non è determinabile una variazione di oneri finanziari derivante dalla nuova struttura finanziaria di Trevi rispetto alla struttura preesistente*”;⁹⁵
- (v) l'Offerente “*non ha accesso alla contabilità di Trevi*” e l'analisi di omogeneità dei principi contabili “*è da considerarsi preliminare*”; i dati *pro-forma* non riflettono i costi di integrazione, le sinergie attese né alcuna rettifica relativa alla prospettata valorizzazione della divisione Soilmec, e “*non rappresentano in alcun modo una previsione dei futuri risultati del Gruppo*”.⁹⁶

⁹¹ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.3.5 (pagg. 26-27) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3 (pagg. 38-62); Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 34). Sui Dati Finanziari Consolidati Pro-forma la società di revisione dell'Offerente ha emesso la propria relazione in data 21 agosto 2026.

⁹² Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.3.5 (pag. 26) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43).

⁹³ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.3, Nota 4 (pagg. 47-50); Documento di Offerta, Sezione E, Paragrafo E.1 (pag. 81).

⁹⁴ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.3, Nota 4 (pagg. 48-49), Fattore di rischio A.2.3 (pagg. 18-19) e Fattore di rischio A.2.4 (pag. 19).

⁹⁵ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.3.5 (pag. 26) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.3, Nota 3 (pagg. 46-47).

⁹⁶ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 44) e Paragrafo 5.3.3.3, Nota 2 (pag. 46); Fattore di rischio A.3.5 (pag. 27).

Ne consegue che i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma — pur costituendo l'unica rappresentazione quantitativa dell'entità combinata resa disponibile dall'Offerente — non forniscono agli Azionisti elementi affidabili per apprezzare la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del gruppo risultante dalla combinazione e, in particolare, il valore delle Azioni ICOP che gli stessi riceverebbero in concambio.

4.8 Le assunzioni del Piano Industriale 2026-2029 dell'Offerente

Il Corrispettivo è costituito da azioni di ICOP e il valore delle Azioni ICOP dipende, in misura rilevante, dalla capacità dell'Offerente di conseguire gli obiettivi del proprio Piano Industriale 2026-2029, approvato in data 19 luglio 2026 e riportato nel Prospetto ICOP, che prevede Ricavi Totali 2029 compresi tra Euro 900 e 950 milioni (CAGR 2025-2029 del 15-17%) ed EBITDA Adjusted 2029 compreso tra Euro 170 e 190 milioni (CAGR del 16-20%), con un margine in espansione al 19-20%. Il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulle seguenti assunzioni, dichiarate dallo stesso Offerente:⁹⁷

- (i) la crescita attesa dei ricavi (CAGR 15-17%) si colloca ampiamente al di sopra dei tassi di crescita attesi dei mercati di riferimento (fondazioni speciali: CAGR di circa il 4,7%; *microtunneling* Europa: circa l'8%; *microtunneling* Stati Uniti: circa il 6%) ed è *“trainata prevalentemente dagli Stati Uniti, ove la crescita ipotizzata muove da una quota di mercato estremamente contenuta”* (circa l'1,3% nel 2025), nonché dall'*“avvio ex novo”* dell'attività di *microtunneling* negli Stati Uniti a partire dal 2027, *“con conseguente partenza da una base di ricavi pari a zero”*; il conseguimento del differenziale di crescita *“dipende in misura prevalente dall'incremento della penetrazione commerciale del Gruppo negli Stati Uniti”*;⁹⁸
- (ii) il backlog copre integralmente i ricavi attesi per il 2026 ma soltanto *“circa il 40-45% per il 2027, circa il 24-28% per il 2028 e circa il 13-15% per il 2029”*; la parte non coperta è riferibile a fasi successive di progetti pluriennali (tra cui l'ampliamento del Porto di Trieste, la cui aggiudicazione è attesa entro il 2026), a iniziative in partenariato pubblico-privato e a commesse del Consorzio Eterea, la cui aggiudicazione, finanziamento e contrattualizzazione *“restano soggetti alle intrinseche incertezze connesse alla realizzazione di qualsiasi evento futuro”*; le commesse riferibili al settore pubblico e ai consorzi — che hanno pesato per circa il 54% dei ricavi 2025 — *“rappresentano una componente rilevante dei ricavi attesi”* e presentano *“una maggiore probabilità”* di slittamenti;⁹⁹
- (iii) il Piano Industriale di ICOP *“non incorpora specifici effetti inflazionistici né sui costi né sui ricavi”*, assume un tasso di cambio Euro/Dollaro pari a 1,17, *“un contesto macroeconomico sostanzialmente stabile”*, l'assenza di *“un'ulteriore escalation dei conflitti in corso”*, la *“sostanziale invarianza del quadro concorrenziale”* e *“l'assenza di imposte aggiuntive”*, nonché il mantenimento delle condizioni contrattuali dei finanziamenti in essere *“senza incorporare alcuna ipotesi di rifinanziamento a condizioni diverse”*;¹⁰⁰
- (iv) l'Offerente assume di poter *“ribaltare sui prezzi contrattuali le pressioni inflazionistiche sui costi dei fattori produttivi”* e che l'introduzione dei dazi statunitensi abbia avuto *“un impatto marginale”*, pur riconoscendo, tra i fattori di rischio, che l'inasprimento delle tensioni commerciali *“potrebbe*

⁹⁷ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8 (pagg. 65-72) e Fattore di rischio A.2.4 (pagg. 19-22). Il Piano Industriale di ICOP *“non tiene conto del perfezionamento dell'Acquisizione Trevi”* e i Dati Previsionali *“non includono alcun effetto derivante dalla potenziale acquisizione di Trevi”* (Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.1, pag. 65).

⁹⁸ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafi 8.3 (pagg. 68-69) e 8.4 (pagg. 69-70); Fattore di rischio A.2.4 (pag. 20).

⁹⁹ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.4 (pagg. 70-71); Fattore di rischio A.2.4 (pagg. 21-22); Fattore di rischio A.3.4 (pag. 26), ove si precisa che i ricavi derivanti dalla partecipazione al Consorzio Eterea rappresentano il 13% dei ricavi complessivi del Gruppo ICOP.

¹⁰⁰ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.3 (pagg. 67-69).

determinare aumenti dei costi relativi alle attività del Gruppo nell'area statunitense ulteriori rispetto a quelli già subiti".¹⁰¹

Il Consiglio osserva che i Dati Previsionali dell'Offerente, in quanto fondati su assunzioni di crescita superiori a quelle del mercato, sull'ingresso in nuove linee di attività e su una quota rilevante di ricavi non ancora contrattualizzati, presentano un profilo di rischio di esecuzione che gli Azionisti di Trevi che aderissero all'Offerta assumerebbero integralmente, in aggiunta ai rischi propri dell'integrazione.

4.9 Il Documento di Offerta e il Prospetto ICOP si fondano, quanto all'Offerente, su dati preliminari al 30 giugno 2026 non sottoposti a revisione, che saranno confermati solo dopo l'avvio del Periodo di Adesione

Le informazioni finanziarie relative all'Offerente contenute nel Documento di Offerta e nel Prospetto ICOP riferite al primo semestre 2026 consistono in *"taluni dati consolidati preliminari relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2026, limitati a talune grandezze (i.e., Ricavi Totali, EBITDA Adjusted e Indebitamento Finanziario Netto Adjusted) e non assoggettati ad alcuna attività di revisione contabile"*, esaminati dal Consiglio di Amministrazione di ICOP in data 10 agosto 2026, i quali *"potrebbero subire variazioni in sede di predisposizione e approvazione della relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2026, prevista per il 21 settembre 2026, che sarà sottoposta a revisione contabile limitata"*. Tali dati sono *"espressi in valori approssimati"* e *"non comparabili"* con quelli del corrispondente periodo del 2025, in ragione della diversa area di consolidamento.¹⁰²

Il Consiglio di Amministrazione richiama l'attenzione degli Azionisti sulle seguenti circostanze: (i) l'ultima situazione contabile dell'Offerente sottoposta a revisione è il bilancio consolidato al 31 dicembre 2025, che riflette solo parzialmente le acquisizioni di AGH (consolidata per nove mesi) e di Palingeo (consolidata per quattro mesi); (ii) la relazione finanziaria semestrale dell'Offerente sarà approvata il 21 settembre 2026, ossia una settimana dopo l'inizio del Periodo di Adesione (14 settembre 2026), con la conseguenza che gli Azionisti che aderissero nella prima fase del Periodo di Adesione lo farebbero sulla base di dati preliminari, parziali e non verificati; (iii) i Dati Preliminari Semestrali non includono grandezze quali il risultato operativo, il risultato netto, il patrimonio netto e i flussi di cassa, né alcuna informazione sul capitale circolante; (iv) per contro, la situazione dell'Emittente al 30 giugno 2026 è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di Trevi in data 5 agosto 2026 e resa pubblica in data 6 agosto 2026, in modo completo e con la relativa informativa; e (v) ove la relazione semestrale dell'Offerente evidenziasse scostamenti rispetto ai Dati Preliminari Semestrali tali da integrare un *"fatto nuovo significativo"* ai sensi dell'art. 23 del Regolamento Prospetto, l'Offerente sarebbe tenuto a pubblicare un supplemento al Prospetto ICOP e gli Aderenti disporrebbero del diritto di revocare la propria adesione entro tre giorni lavorativi dalla pubblicazione del supplemento; in assenza di supplemento, tuttavia, nessun diritto di revoca spetterebbe agli Aderenti, ancorché i dati definitivi differissero da quelli preliminari.¹⁰³

4.10 I mercati in cui è promossa l'Offerta e la posizione degli Azionisti non residenti in Italia

Secondo quanto indicato nella Sezione F, Paragrafo F.4, del Documento di Offerta, *"l'Offerta è promossa esclusivamente in Italia"* e *"non è stata e non sarà effettuata negli Stati Uniti, in Canada, in Giappone, in Australia e in qualsiasi altro Paese nel quale la promozione dell'Offerta e l'adesione alla stessa non sarebbe conforme alle leggi e ai regolamenti in materia di mercati finanziari o ad altre leggi e regolamenti locali o non sarebbe comunque consentita in assenza di preventiva registrazione, approvazione o deposito presso le"*

¹⁰¹ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.3 (pag. 68) e Fattore di rischio A.3.1 (pag. 23).

¹⁰² Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.4 (pagg. 29-30) e Sezione B, Paragrafo B.1.12 (pagg. 58-60); Prospetto ICOP, Capitolo 7, Paragrafo 7.1 (pagg. 63-65), Capitolo 8, Paragrafo 8.5.1, nota (4) (pag. 71) e Fattore di rischio A.2.4 (pag. 19).

¹⁰³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.17 (pagg. 43-44) e Sezione F, Paragrafo F.2 (pagg. 90-91); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.4 (pag. 19) e Nota di Sintesi, Sezione B.2.1 (pag. 7). Si segnala che la valutazione circa la sussistenza dei presupposti per la pubblicazione di un supplemento è rimessa all'Offerente.

rispettive autorità di vigilanza” (i “Paesi Esclusi”). L’Offerente precisa che “non sono state né saranno intraprese azioni volte a permettere la promozione dell’Offerta in alcuno dei Paesi Esclusi”, che “l’adesione all’Offerta da parte di soggetti residenti in Paesi diversi dall’Italia potrebbe essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni”, che “è responsabilità esclusiva dei destinatari dell’Offerta conformarsi a tali norme” e che “non saranno accettate eventuali adesioni all’Offerta conseguenti ad attività di sollecitazione che siano state poste in essere in violazione delle limitazioni di cui sopra”.¹⁰⁴

Il Consiglio di Amministrazione osserva che il capitale sociale dell’Emittente è caratterizzato da una presenza significativa di investitori istituzionali esteri e di azionisti residenti in Paesi diversi dall’Italia. Trattandosi di un’offerta pubblica di scambio, l’adesione comporta la sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione e soggiace pertanto, nei Paesi Esclusi, a limitazioni più stringenti di quelle applicabili a un’offerta con corrispettivo in denaro. Ne consegue che: (i) gli Azionisti residenti nei Paesi Esclusi, ovvero in altri Paesi le cui norme non consentano l’adesione, non possono partecipare all’Offerta; e (ii) gli Azionisti non residenti che aderissero assumerebbero il rischio che la propria adesione non sia accettata ovvero risulti in violazione della normativa locale, senza alcuna responsabilità dell’Offerente.¹⁰⁵

4.11 La durata del Periodo di Adesione, l’eventuale Riapertura dei Termini e il possibile allineamento dei termini con l’Offerta Webuild

Il Periodo di Adesione, concordato con Borsa Italiana, avrà inizio alle ore 8:30 del 14 settembre 2026 e terminerà alle ore 17:30 del 16 ottobre 2026, per complessivi 25 Giorni di Borsa Aperta, salvo proroghe, con Data di Pagamento il 23 ottobre 2026. L’Offerente ha dichiarato di applicare all’Offerta, “*su base volontaria*”, la disciplina della riapertura dei termini di cui all’art. 40-bis, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti: qualora, in occasione del comunicato sui risultati definitivi dell’Offerta, l’Offerente comunichi il verificarsi o la rinuncia alla Condizione Soglia, il Periodo di Adesione sarà riaperto per cinque Giorni di Borsa Aperta (26-30 ottobre 2026), con pagamento del Corrispettivo il 6 novembre 2026.¹⁰⁶

Il Consiglio di Amministrazione richiama tuttavia l’attenzione degli Azionisti sulla circostanza — espressamente riconosciuta dall’Offerente — che, “*qualora l’Offerta Webuild dovesse qualificarsi quale offerta concorrente rispetto all’Offerta, la Riapertura dei Termini non avrà luogo*”. In tale ipotesi, inoltre, ai sensi dell’art. 44, comma 5, del Regolamento Emittenti, “*i periodi di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati delle stesse saranno allineati*”, salvo che l’Offerente dichiari, entro cinque giorni dalla pubblicazione dell’offerta concorrente, di voler mantenere la scadenza originaria del Periodo di Adesione, rinunciando alla facoltà di rilancio; il Documento di Offerta, nel descrivere la disciplina delle offerte concorrenti, non dà conto di tale facoltà né delle intenzioni dell’Offerente al riguardo.¹⁰⁷

Ne consegue che la durata effettiva del Periodo di Adesione, la Data di Pagamento e la stessa esistenza di una seconda finestra di adesione (Riapertura dei Termini) dipendono da eventi allo stato non determinabili. Gli Azionisti devono in particolare considerare che: (i) in presenza di un’offerta concorrente, l’adesione all’OPS

¹⁰⁴ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 6 (pag. 25) e Sezione F, Paragrafo F.4 (pag. 92), nonché definizione di “Paesi Esclusi” (pag. 9).

¹⁰⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione B, Paragrafo B.2.3 (pagg. 60-61) e Sezione C, Paragrafo C.1 (pag. 75); Prospetto ICOP, Capitolo 10, Paragrafo 10.4 (pag. 85).

¹⁰⁶ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.12 (pag. 38) e Sezione F, Paragrafi F.1.1 (pag. 88) e F.5 (pagg. 92-93). La Riapertura dei Termini non avrà luogo ove l’Offerente, almeno cinque Giorni di Borsa Aperta prima della chiusura del Periodo di Adesione (ossia entro il 9 ottobre 2026), comunichi il verificarsi o la rinuncia alla Condizione Soglia, ovvero ove sussistano i presupposti per il Diritto di Acquisto o per la procedura congiunta. La Riapertura dei Termini non avrà luogo, altresì, ove le Azioni Trevi siano oggetto di una o più offerte concorrenti (ivi inclusa l’Offerta Webuild).

¹⁰⁷ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.11 (pagg. 37-38) e Paragrafo A.12 (pag. 38), nonché Sezione F, Paragrafo F.1.1 (pagg. 88-89). Si segnala che la facoltà dell’Offerente di comunicare, entro cinque Giorni di Borsa Aperta dalla pubblicazione dell’offerta concorrente, di voler mantenere inalterata la tempistica del Periodo di Adesione — con conseguente preclusione di rilanci — non è menzionata nella Sezione A, Paragrafo A.11, ma è richiamata nella Sezione F, Paragrafo F.1.2, punto (ii) (pagg. 88-89), del Documento di Offerta, senza che l’Offerente esprima le proprie intenzioni al riguardo.

potrà avvenire esclusivamente durante il Periodo di Adesione, come eventualmente allineato, senza possibilità di attendere l'esito dell'Offerta per aderire in sede di Riapertura dei Termini; (ii) l'eventuale allineamento dei termini potrebbe prorogare il Periodo di Adesione e differire la Data di Pagamento, con conseguente protrazione del periodo durante il quale le Azioni Trevi portate in adesione, pur restando nella titolarità degli Aderenti, non possono essere trasferite se non per aderire all'offerta concorrente o a seguito di rilanci, previa revoca delle adesioni nei termini e con la modalità previste dalla normativa vigente. Per le ulteriori implicazioni della coesistenza delle due offerte si rinvia alla Sezione 6 del presente Comunicato dell'Emittente.¹⁰⁸

4.12 Ulteriori fattori di rischio propri dell'Offerente evidenziati nel Prospetto ICOP

Il Consiglio di Amministrazione invita gli Azionisti a un'attenta lettura dei fattori di rischio relativi all'Offerente contenuti nel Prospetto ICOP, che il Documento di Offerta incorpora mediante riferimento e che sono *“formati tenendo conto della configurazione del Gruppo nella prospettiva post-Acquisizione Trevi”*. Senza pretesa di esaustività, e ferma la necessità di fare riferimento al testo integrale del Prospetto ICOP, il Consiglio segnala in particolare i seguenti profili, che gli Azionisti di Trevi che aderissero all'Offerta assumerebbero quali soci dell'Offerente:¹⁰⁹

- (i) la dipendenza dell'Offerente da figure apicali di riferimento, e in particolare dall'ing. Vittorio Petrucco e dall'ing. Piero Petrucco, che *“rivestono alla Data del Prospetto un ruolo centrale nello sviluppo e nella strategia del Gruppo”*, nonché da una prima linea manageriale *“determinante nell'esecuzione dei progetti”*;¹¹⁰
- (ii) l'esposizione dell'Offerente a rischi connessi al Modello di organizzazione, gestione e controllo ex D.Lgs. 231/2001, che l'Offerente dichiara di dover adeguare al perimetro post-acquisizione, riconoscendo che, nelle more, *“sussiste il rischio che le misure organizzative, preventive e di controllo in essere non risultino sufficienti”*, con possibili sanzioni interdittive quali il divieto di contrattare con la pubblica amministrazione;¹¹¹
- (iii) i rischi connessi ai contratti di appalto, ai subappaltatori e alle operazioni consortili — i ricavi derivanti dal Consorzio Eteria rappresentano il 13% dei ricavi 2025 del Gruppo ICOP e i riaddebiti di costi da società consortili e i costi per prestazioni di terzi il 62% dei costi per servizi — nonché il rischio di infortuni sul lavoro, con riferimento al quale il Prospetto ICOP segnala due incidenti mortali occorsi nel 2023 e nel 2024 nelle attività di Palingeo;¹¹²
- (iv) le interlocuzioni in corso con l'Agenzia delle Entrate relative ai periodi d'imposta 2019-2022, per contestazioni pari a circa Euro 0,7 milioni oltre sanzioni e interessi, a fronte delle quali l'Offerente non ha effettuato accantonamenti, e più in generale i rischi connessi al *transfer pricing* e agli incentivi fiscali fruiti;¹¹³
- (v) l'incidenza dell'avviamento (Euro 63 milioni al 31 dicembre 2025, pari al 43% del patrimonio netto consolidato, e Euro 91 milioni su base *pro-forma*) e il rischio di svalutazioni, cui si aggiungerebbe l'avviamento rilevato in sede di Acquisizione Trevi;¹¹⁴

¹⁰⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.17 (pag. 43) e Sezione F, Paragrafi F.2 (pagg. 90-91) e F.5 (pag. 93).

¹⁰⁹ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 2 (pagg. 11-33). Lo stesso Prospetto ICOP avverte che, *“costituendo le Azioni capitale di rischio, l'investitore è informato che potrebbe incorrere in una perdita totale o parziale del capitale investito”* (pag. 11).

¹¹⁰ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.4.2 (pagg. 28-29).

¹¹¹ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.4.3 (pag. 29).

¹¹² Cfr. Prospetto ICOP, Fattori di rischio A.3.2 (pagg. 23-25), A.3.4 (pagg. 25-26) e A.4.4 (pagg. 29-30).

¹¹³ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.4.1 (pagg. 27-28).

¹¹⁴ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.2.3 (pagg. 18-19).

- (vi) l'incremento dell'esposizione al rischio di cambio e ai rischi connessi all'operatività in molteplici giurisdizioni che l'Offerente stesso riconduce all'integrazione del Gruppo Trevi, *“che presenta un'esposizione valutaria strutturalmente più elevata”* e opera in mercati caratterizzati da *“elevata volatilità geopolitica”*, senza che l'Offerente abbia in essere strumenti di copertura del rischio di cambio.¹¹⁵

¹¹⁵ Cfr. Prospetto ICOP, Fattori di rischio A.2.2 (pagg. 17-18), A.3.1 (pagg. 22-23) e B.1 (pag. 31).

5 VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLE CONDIZIONI DI EFFICACIA DELL'OFFERTA

Come indicato nella Sezione A, Paragrafo A.1, del Documento di Offerta, l'efficacia dell'Offerta è subordinata al verificarsi di otto Condizioni di Efficacia, "*poste nell'esclusivo interesse dell'Offerente*", ivi analiticamente descritte: la Condizione Antitrust, la Condizione Golden Power, la Condizione Finanziamento, la Condizione Soglia, la Condizione Atti Rilevanti, la Condizione Misure Difensive, la Condizione MAC/MAE e la Condizione Reverse Take Over. Il Documento di Offerta è stato approvato da Consob con delibera n. 24116 del 1° settembre 2026.¹¹⁶

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, taluni dei presupposti dell'Offerta si sono integralmente avverati. In particolare: (i) la Delega per l'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta è stata conferita dall'assemblea straordinaria degli azionisti dell'Offerente in data 28 luglio 2026; (ii) in pari data, l'assemblea ordinaria dell'Offerente ha approvato l'Offerta ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Emittenti EGM e dell'art. 11 dello Statuto EGM, sicché — come dichiarato dall'Offerente — la Condizione Reverse Take Over "*si è avverata*"; (iii) il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, in esecuzione della Delega, ha deliberato in data 20 agosto 2026 l'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta per massime n. 8.721.903 azioni ordinarie, in una o più volte e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile; e (iv) il Documento di Offerta e il Prospetto ICOP sono stati approvati da Consob in data 1° settembre 2026.¹¹⁷

Inoltre, Borsa Italiana, con provvedimento n. 9141 del 31 agosto 2026, ha disposto l'ammissione a quotazione delle azioni ICOP su Euronext Milan, ove le negoziazioni hanno avuto inizio in data 4 settembre 2026; e

Con il Comunicato Modifiche del 20 agosto 2026, l'Offerente ha altresì reso noto, ai sensi dell'art. 43 del Regolamento Emittenti, di aver modificato la Condizione Soglia e la Condizione Finanziamento nei termini recepiti nel Documento di Offerta e illustrati nei Paragrafi che seguono, dichiarando che restano per il resto invariati tutti gli altri termini e condizioni dell'Offerta. Il testo delle Condizioni di Efficacia riportato nella Sezione A, Paragrafo A.1, del Documento di Offerta — cui si fa riferimento nel presente Comunicato dell'Emittente — recepisce tali modifiche.

L'Offerente, "*fatto salvo quanto previsto in merito alla Condizione Finanziamento*", si è espressamente riservato "*la facoltà di modificare e/o rinunciare, in tutto o in parte, a, ovvero invocare il mancato avveramento integrale di, una o più delle Condizioni di Efficacia*", dandone comunicazione nelle forme previste dall'art. 36 del Regolamento Emittenti: quanto alla Condizione Soglia, con il comunicato sui risultati provvisori dell'Offerta (entro il 19 ottobre 2026); quanto a tutte le altre Condizioni di Efficacia, con il comunicato sui risultati definitivi dell'Offerta, entro le ore 7:29 del 22 ottobre 2026, ossia il Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento. Nessuna soglia minima non rinunciabile è prevista.¹¹⁸

Il Consiglio non ritiene necessario soffermarsi sulle condizioni già avveratesi — ivi inclusa, per le ragioni illustrate al Paragrafo 5.3, la Condizione Antitrust — o il cui avveramento dipende esclusivamente da atti nella disponibilità dell'Offerente o del suo socio di controllo, e richiama invece l'attenzione degli Azionisti sulle Condizioni di Efficacia di seguito illustrate.

¹¹⁶ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1 (pagg. 26-28); le medesime condizioni sono riprodotte, "*a titolo informativo*", nel Prospetto ICOP, Capitolo 9, Paragrafo 9.1.2 (pagg. 77-79).

¹¹⁷ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafi 1, 2 e 5 (pagg. 12-14 e 17-20), Sezione A, Paragrafo A.1 (pag. 28) e Sezione G, Paragrafo G.1 (pag. 95).

¹¹⁸ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.2 (pagg. 28-29) e Sezione F, Paragrafo F.3 (pag. 91). In caso di mancato avveramento non seguito da rinuncia, le Azioni Trevi portate in adesione saranno restituite entro il primo Giorno di Borsa Aperta successivo al relativo comunicato, senza che gli Aderenti abbiano "*alcuna ragione di indennizzo o risarcimento né alcuna azione nei confronti dell'Offerente*" (Sezione A, Paragrafo A.16.2, pag. 43, e Sezione F, Paragrafo F.8, pag. 94).

5.1 La Condizione Finanziamento

Ai sensi della Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iii), del Documento di Offerta — che recepisce le modifiche comunicate dall’Offerente con il Comunicato Modifiche del 20 agosto 2026 ai sensi dell’art. 43 del Regolamento Emittenti — l’efficacia dell’Offerta è subordinata alla circostanza:¹¹⁹

“che, entro il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento, il contratto di finanziamento stipulato in data 28 maggio 2026 tra l’Emittente e il pool di banche finanziatrici per un importo complessivo di Euro 180 milioni (“Contratto di Finanziamento”) sia valido ed efficace e, con riferimento allo stesso: (i) non siano intervenuti eventi di inadempimento (events of default) o potenziali eventi di inadempimento ai sensi delle relative previsioni contrattuali; (ii) non siano stati esercitati, da parte di uno o più istituti finanziari, diritti di recesso, risoluzione, decadenza dal beneficio del termine, sospensione o accelerazione del rimborso ovvero che le banche finanziatrici abbiano assunto l’impegno nei confronti dell’Offerente a rinunciare a qualsivoglia facoltà di richiedere il rimborso anticipato in caso di cambio di controllo, all’esito del perfezionamento dell’Offerta, ed eventuale delisting di Trevi; (iii) non siano intervenute modifiche, rinunce o deroghe (amendments, waivers or consents) dei termini e delle condizioni del Contratto di Finanziamento, che abbiano o possano avere effetti sostanzialmente pregiudizievoli sulla situazione finanziaria, patrimoniale o economica dell’Emittente e/o delle sue società direttamente o indirettamente controllate rispetto a quella risultante dalla relazione finanziaria annuale consolidata al 31 dicembre 2025 o alla più recente relazione finanziaria periodica approvata (i.e. alla Data del Documento di Offerta nel il resoconto intermedio di gestione del gruppo Trevi al 30 giugno 2026)” (la “Condizione Finanziamento”).

Il Consiglio richiama l’attenzione degli Azionisti sulla circostanza — illustrata più diffusamente alla Sezione 4, Paragrafo 4.3, del presente Comunicato dell’Emittente, cui si rinvia — che la Condizione Finanziamento, avendo ad oggetto la sola “efficacia” del Contratto di Finanziamento sino al secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento, sembrerebbe — secondo la lettura che appare preferibile, ma fermi i dubbi interpretativi di seguito illustrati — non presupporre l’ottenimento di alcun *waiver* rispetto alla clausola di *change of control* ivi contenuta, la quale si attiverebbe soltanto al perfezionamento dell’Offerta.

Come risulta dal testo sopra riportato, la Condizione Finanziamento prevede — quale modalità alternativa di avveramento introdotta con il Comunicato Modifiche — che la stessa possa ritenersi verificata anche qualora *“le banche finanziatrici abbiano assunto l’impegno nei confronti dell’Offerente a rinunciare a qualsivoglia facoltà di richiedere il rimborso anticipato in caso di cambio di controllo, all’esito del perfezionamento dell’Offerta, ed eventuale delisting di Trevi”*, restando invariati tutti gli altri termini e le ulteriori previsioni della condizione.

Come indicato nella Sezione A, Paragrafo A.2, del Documento di Offerta, l’Offerente si è riservato la facoltà di rinunciare alla Condizione Finanziamento, entro il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento, *“solo qualora ricorra la seguente circostanza: uno o più istituti finanziari – anche diversi dalle banche finanziatrici del Contratto di Finanziamento - abbiano assunto nei confronti di ICOP l’impegno a rifinanziare il debito residuo derivante dal Contratto di Finanziamento, con una scadenza non inferiore a quella del Contratto di Finanziamento (i. e. 2031)”*, precisando che *“tale rinuncia potrà essere esercitata dall’Offerente, anche nel caso in cui la richiesta di rimborso anticipato venga avanzata per eventi diversi dal change of control, solo al verificarsi della suddetta circostanza (ovverosia il preventivo ottenimento del suddetto impegno da parte di uno o più istituti finanziari)”*.¹²⁰

Il Consiglio di Amministrazione richiama l’attenzione degli Azionisti sui seguenti elementi:

¹¹⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iii) (pag. 26) e definizione di “Condizione Finanziamento” (pag. 5); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12) e Capitolo 9, Paragrafo 9.1.2 (pag. 77).

¹²⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.2 (pag. 28); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12) e Capitolo 11 (pagg. 86-87), ove si precisa che l’impegno di rifinanziamento ha ad oggetto *“il debito residuo in linea capitale”*.

- (i) secondo una lettura letterale del testo, l'impegno delle banche finanziatrici sembrerebbe costituire una modalità alternativa e non necessaria di avveramento della Condizione Finanziamento, con la conseguenza che la stessa potrebbe ritenersi avverata anche per il solo fatto che, al secondo giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento, il Contratto di Finanziamento risulti valido ed efficace, e dunque anche in assenza di qualsivoglia rinuncia delle banche finanziatrici alla clausola di *change of control*; tale lettura non è tuttavia l'unica possibile, come illustrato al termine del presente Paragrafo;
- (ii) non sono resi noti la forma, il carattere vincolante, il termine di assunzione, le eventuali condizioni e gli oneri dell'eventuale impegno — quali commissioni di *waiver*, incrementi del margine, garanzie o impegni contrattuali aggiuntivi — i quali graverebbero sull'Emittente e, indirettamente, sui suoi azionisti; anzi, come illustrato alla Sezione 4, Paragrafo 4.3, dal Prospetto ICOP si evince che, alla Data del Prospetto, nessun impegno delle banche finanziatrici era stato assunto, avendo l'Offerente meramente "assunto" che le stesse non intendano negare il *waiver*;¹²¹
- (iii) l'impegno, per come descritto, ha ad oggetto il cambio di controllo conseguente al perfezionamento dell'Offerta e l'eventuale Delisting, e non risulta esteso alle linee di credito operative a breve termine e alle linee di firma ottenute dal Gruppo nell'ambito della Manovra Finanziaria, la cui continuità è essenziale per l'operatività corrente del Gruppo e che, per effetto delle clausole di *cross default* ivi contenute e, in relazione ad alcune linee di credito, di autonome clausole di cambio di controllo, risentirebbero direttamente dell'attivazione della clausola di cambio di controllo del Contratto di Finanziamento, come illustrato alla Sezione 4, Paragrafo 4.3, del presente Comunicato dell'Emittente;
- (iv) quanto alla riserva di rinuncia, l'unico parametro qualificato dell'impegno di rifinanziamento è la scadenza, mentre non sono indicati l'importo, il costo, le garanzie, gli impegni finanziari (*covenant*), le eventuali condizioni sospensive all'erogazione, né il carattere vincolante dell'impegno medesimo; le condizioni economiche e contrattuali del debito destinato a sostituire il Contratto di Finanziamento — negoziato nell'ambito della Manovra Finanziaria — non risultano pertanto allo stato conoscibili dagli Azionisti, i quali sarebbero chiamati a decidere se aderire all'Offerta senza poterne apprezzare gli effetti sulla struttura finanziaria dell'entità risultante dalla combinazione; il perimetro della riserva è inoltre circoscritto — secondo la precisazione contenuta nel Prospetto ICOP — al "*debito residuo in linea capitale*" derivante dal Contratto di Finanziamento, con esclusione di interessi, oneri e di ogni altro importo dovuto ai sensi dei *Finance Documents*, nonché delle ulteriori componenti della Manovra Finanziaria illustrate alla Sezione 4, Paragrafo 4.4;¹²²
- (v) la Condizione Finanziamento è formulata con riferimento a un evento — la persistente validità ed efficacia del Contratto di Finanziamento sino al secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento — che, in assenza di iniziative delle banche finanziatrici anteriori al perfezionamento dell'Offerta, sembrerebbe destinato a verificarsi, sicché la condizione, così intesa, non offrirebbe agli Azionisti alcuna reale garanzia sul mantenimento del finanziamento nella fase successiva al *closing*; il Consiglio osserva peraltro che, ove le banche finanziatrici comunicassero anteriormente alla Data di Pagamento l'intenzione di avvalersi della clausola di cambio di controllo, ciò potrebbe essere qualificato dall'Offerente quale "*potenziale evento di inadempimento*" ai sensi della condizione, con conseguente possibilità per lo stesso di invocare il mancato avveramento e di ritirare l'Offerta, ovvero di rinunciare alle sole condizioni sopra descritte. Diversamente, e ferme le incertezze interpretative sulla formulazione della Condizione Finanziamento, il Consiglio rileva che ove le banche finanziatrici esercitassero il diritto di richiedere il rimborso anticipato obbligatorio solo successivamente alla Data di Pagamento, la Condizione Finanziamento risulterebbe potenzialmente avverata e l'Offerta perfezionata, sicché l'obbligo di rimborso graverebbe su una Trevi ormai controllata dall'Offerente e

¹²¹ Cfr. Prospetto ICOP, Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43).

¹²² Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.2 (pag. 28); Prospetto ICOP, Capitolo 11 (pag. 86).

i relativi effetti ricadrebbero, pro quota, sugli Aderenti divenuti azionisti di ICOP, nonché su coloro che non avessero aderito all'Offerta e fossero rimasti azionisti di Trevi.

Il Consiglio ritiene, più in generale, di dover richiamare l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che la formulazione della Condizione Finanziamento — anche a seguito delle modifiche apportate con il Comunicato Modifiche — presenta significative ambiguità, che ne rendono incerta l'interpretazione e, di conseguenza, non consentono di prevedere con ragionevole sicurezza se, e in quali circostanze, la stessa debba considerarsi avverata ovvero possa essere invocata dall'Offerente quale causa di mancato perfezionamento dell'Offerta. In particolare:

- (i) non è chiaro se la circostanza che *“le banche finanziatrici abbiano assunto l'impegno nei confronti dell'Offerente a rinunciare a qualsivoglia facoltà di richiedere il rimborso anticipato”* costituisca — come parrebbe suggerire la congiunzione *“ovvero”* — una modalità alternativa di avveramento della condizione, ovvero se, nell'intenzione dell'Offerente, l'ottenimento di tale impegno rappresenti un elemento necessario, il cui mancato conseguimento potrebbe essere invocato quale mancato avveramento; la descrizione della Condizione Finanziamento contenuta nel Prospetto ICOP, ove si afferma che ICOP dovrebbe avere *“evidenza”* dell'intervenuta rinuncia delle banche, sembra indicare una lettura non coincidente con il tenore letterale della condizione;¹²³ e
- (ii) la nozione di *“potenziale evento di inadempimento”* (*potential event of default*), rilevante ai fini del punto (i) della condizione, è riferita alle *“relative previsioni contrattuali”* del Contratto di Finanziamento, non note al mercato: non può escludersi che l'Offerente ritenga integrato un potenziale evento di inadempimento in relazione alla mera sussistenza dell'ipotesi di cambio di controllo, pur in assenza di comunicazioni delle banche finanziatrici in ordine all'intenzione di avvalersi della clausola di cambio di controllo.

Ne consegue che, sebbene una lettura letterale conduca a ritenere che la Condizione Finanziamento sia destinata ad avverarsi per il solo mantenimento in essere del Contratto di Finanziamento sino al secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento — e dunque a non offrire alcuna tutela agli Aderenti rispetto all'attivazione della clausola di cambio di controllo al perfezionamento dell'Offerta — non può escludersi che l'Offerente, avvalendosi delle ambiguità sopra descritte, invochi il mancato avveramento della condizione, con conseguente inefficacia dell'Offerta, ovvero che sorgano, in relazione all'avveramento o meno della stessa, contestazioni tra l'Offerente, le banche finanziatrici e gli Aderenti. In entrambe le prospettive, gli Azionisti sono chiamati a decidere se aderire all'Offerta senza poter prevedere né se la Condizione Finanziamento si avvererà, né quali conseguenze deriverebbero, sulla struttura finanziaria del gruppo risultante dalla combinazione, dal suo avveramento in assenza di *waiver*.

5.2 La Condizione Soglia

Ai sensi della Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iv), del Documento di Offerta — che recepisce la modifica comunicata dall'Offerente con il Comunicato Modifiche del 20 agosto 2026 ai sensi dell'art. 43 del Regolamento Emittenti — l'efficacia dell'Offerta è subordinata alla circostanza *“che l'Offerente venga a detenere, all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni alla stessa e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile – una partecipazione pari ad almeno il 66,67% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente”* (la **“Condizione Soglia”**).¹²⁴

¹²³ Cfr. Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 12) e Capitolo 5, Paragrafo 5.3.3.2 (pag. 43); si veda anche la Sezione 4, Paragrafo 4.3, del presente Comunicato dell'Emittente.

¹²⁴ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iv) (pag. 26) e definizione di *“Condizione Soglia”* (pag. 6). Si segnala che la soglia originariamente prevista nella Comunicazione 102 era pari al 90% dei diritti di voto ed è stata ridotta dall'Offerente con il Comunicato Modifiche del 20 agosto 2026. L'Offerente motiva la soglia con l'esigenza di *“detenere il controllo di diritto sull'Emittente e la maggioranza assoluta nell'assemblea straordinaria degli azionisti dell'Emittente”* (Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, pag. 28).

L'Offerente si è espressamente riservato la facoltà di rinunciare anche alla Condizione Soglia, ovvero di modificarla ulteriormente, e ha dichiarato che *“in caso di mancato raggiungimento della Condizione Soglia e di eventuale rinuncia alla stessa da parte dell'Offerente, i programmi futuri e le iniziative industriali dell'Offerente sarebbero necessariamente calibrati in funzione della partecipazione effettivamente detenuta all'esito dell'Offerta e della possibilità o meno di esercitare il controllo sull'Emittente”*.¹²⁵

Il Consiglio di Amministrazione osserva che tale modifica riduce in misura significativa la partecipazione necessaria ai fini dell'avveramento della Condizione Soglia rispetto alla soglia del 90% di adesioni prevista nella Comunicazione 102.

La Condizione Soglia, come modificata, si colloca al di sotto delle partecipazioni rilevanti ai fini dell'Obbligo di Acquisto e del Diritto di Acquisto. Il suo integrale avveramento non consentirebbe pertanto, di per sé, il conseguimento del Delisting, indicato dall'Offerente tra gli obiettivi dell'Offerta; esso attribuirebbe per converso all'Offerente il controllo di diritto dell'Emittente e la maggioranza necessaria per l'assunzione delle deliberazioni dell'assemblea straordinaria. In tale scenario, gli Azionisti che non avessero aderito all'Offerta rimarrebbero titolari di una partecipazione di minoranza in una società quotata a controllo concentrato, con flottante ridotto e conseguente possibile compressione della liquidità del titolo, senza disporre di alcuna via di uscita alle condizioni dell'Offerta. Lo stesso Offerente avverte che, in caso di scarsità del flottante *“tenuto conto della permanenza nell'azionariato di azionisti con partecipazioni rilevanti”*, Borsa Italiana potrebbe disporre la sospensione e/o la revoca delle Azioni Trevi dalla quotazione ai sensi dell'art. 2.5.1 del Regolamento di Borsa e che, in tale ipotesi, *“non intende porre in essere misure finalizzate, per tempistica e modalità, a ripristinare le condizioni minime di flottante”*, con la conseguenza che gli Azionisti che non avessero aderito *“saranno titolari di strumenti finanziari non negoziati in alcun mercato regolamentato, con conseguente difficoltà di liquidare il proprio investimento”*.¹²⁶

In caso di avveramento della Condizione Soglia e nell'ipotesi di mancato raggiungimento del 90% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente si è riservato nel Documento di Offerta di proporre all'assemblea di Trevi la fusione per incorporazione dell'Emittente in ICOP ovvero in una società non quotata direttamente o indirettamente controllata da ICOP, precisando che, in presenza di una partecipazione pari alla Condizione Soglia, *“la fusione per incorporazione potrà essere approvata anche con il solo voto favorevole dell'Offerente”* e che, ove deliberata, avverrebbe *“senza che alcun premio sia dovuto agli azionisti di minoranza”*.¹²⁷

Al riguardo il Consiglio richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che il diritto di recesso previsto dall'art. 2437-*quinquies* del Codice Civile in favore dei soci che non abbiano concorso alla deliberazione presuppone che dalla fusione derivi l'esclusione dalla quotazione. Tale diritto non spetterebbe pertanto ove l'Emittente venisse incorporato in ICOP, essendo le Azioni ICOP ammesse alle negoziazioni su Euronext Milan. In tale ipotesi, gli Azionisti che non avessero aderito all'Offerta riceverebbero in concambio azioni dell'incorporante secondo il rapporto di cambio determinato in quella sede — non necessariamente coincidente con il Corrispettivo — senza disporre di alcun rimedio di natura liquidatoria. Il diritto di recesso spetterebbe invece ove l'incorporante fosse una società non quotata su un mercato regolamentato, ipotesi espressamente prospettata dall'Offerente nella Sezione A, Paragrafo A.9.1, del Documento di Offerta, con liquidazione delle

¹²⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafi A.1 (pag. 28) e A.2 (pag. 28) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 98); Prospetto ICOP, Capitolo 11 (pag. 87).

¹²⁶ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.14 (pagg. 39-40), Sezione A, Paragrafo A.16.1(B)(I) (pag. 42) e Sezione G, Paragrafo G.3 (pag. 100). L'Offerente ha inoltre dichiarato che, ove venisse a detenere una partecipazione pari o superiore al 90% del capitale sociale, eserciterà il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF e non ripristinerà il flottante (Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.13, pagg. 38-39), riservandosi di integrare tali dichiarazioni alla luce della disciplina attuativa della riforma del TUF di cui al D.Lgs. n. 47/2026.

¹²⁷ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.9.1 (pagg. 35-36) e Sezione G, Paragrafo G.2.2.1 (pagg. 99-100). Si veda anche la Sezione 3, Paragrafo 3.7, del presente Comunicato dell'Emittente.

azioni a un valore determinato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, del Codice Civile, ossia sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura del semestre precedente la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, e dunque su un parametro che potrebbe non riflettere né il Corrispettivo né i valori espressi dal mercato in pendenza dell'Offerta.

Il Consiglio prende atto che, essendo le azioni ICOP quotate e negoziate su Euronext Milan dal 4 settembre 2026 (provvedimento di Borsa Italiana n. 9141 del 31 agosto 2026), gli Aderenti riceveranno quale Corrispettivo azioni quotate su un mercato regolamentato di uno Stato membro dell'Unione Europea, come espressamente segnalato dall'Offerente *“ai fini di quanto previsto dall'art. 106, comma 4, del TUF”*. Ne consegue che, anche ove l'Offerta divenisse efficace anche per effetto della rinuncia alla Condizione Soglia e l'Offerente venisse a detenere una partecipazione superiore al 30% dei diritti di voto dell'Emittente, troverebbe applicazione l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria prevista dall'art. 106, comma 4, del TUF: gli Azionisti che non avessero aderito non potrebbero pertanto contare su alcuna offerta obbligatoria successiva a un prezzo determinato ai sensi dell'art. 106, comma 2, del TUF, e la loro posizione sarebbe quella illustrata nel presente Paragrafo.¹²⁸

Al contempo, l'Offerente si è riservato la facoltà di rinunciare alla Condizione Soglia come modificata senza indicare alcuna soglia minima non rinunciabile. Alla luce di quanto precede, il Consiglio richiama l'attenzione degli Azionisti sui profili di incertezza ulteriori connessi agli scenari di rinuncia:

- (i) al decrescere del livello di adesioni, la posizione dell'Offerente nell'Emittente muterebbe progressivamente di natura: al di sotto della Condizione Soglia, come modificata, l'Offerente non disporrebbe della maggioranza necessaria per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, e al di sotto della maggioranza del capitale, non conseguirebbe neppure il controllo di diritto dell'Emittente;
- (ii) ove alla rinuncia alla Condizione Soglia si accompagnasse l'efficacia dell'Offerta Webuild — a sua volta eventualmente per effetto della rinuncia alla relativa condizione soglia — le Azioni Trevi verrebbero ripartite tra due distinti offerenti in misura corrispondente alle rispettive adesioni, con conseguente riduzione, potenzialmente marcata, del flottante residuo e ulteriore compressione della liquidità del titolo in capo agli Azionisti che non avessero aderito ad alcuna delle due offerte (si veda la Sezione 6 del presente Comunicato dell'Emittente);
- (iii) in tali scenari gli obiettivi dichiarati dell'Offerta potrebbero non essere conseguiti, ovvero esserlo solo parzialmente, in tempi più lunghi e attraverso operazioni ulteriori, con conseguente incertezza circa l'effettiva realizzabilità delle sinergie prospettate. Lo stesso Offerente distingue al riguardo tre ipotesi: (a) in caso di avveramento della Condizione Soglia, *“il pieno raggiungimento delle sinergie sopra quantificate risulterà possibile”*; (b) qualora l'Offerente, pur non raggiungendo la Condizione Soglia, venisse a detenere una partecipazione che gli consenta di esercitare il controllo, *“ivi incluso il controllo di fatto”*, i programmi futuri *“potranno esser sostanzialmente attuati”*, ad eccezione delle sole sinergie di costo connesse alla riorganizzazione delle funzioni *corporate*; (c) qualora l'Offerente venisse a detenere una partecipazione di minoranza, lo stesso si limiterebbe a promuovere iniziative di cooperazione commerciale e tecnica *“su base volontaria e a condizioni di mercato”*, *“nella misura consentita dalla governance dell'Emittente e dalla disciplina in materia di operazioni con parti correlate”*, e *“i ricavi addizionali e l'EBITDA aggiuntivo stimato dall'Offerente saranno sostanzialmente inferiori”*. In quest'ultimo scenario, gli Azionisti che avessero aderito riceverebbero Azioni ICOP il cui valore sarebbe stato determinato sul presupposto di sinergie che l'Offerente stesso dichiara non conseguibili, mentre l'Emittente resterebbe quotato con un azionista rilevante — e potenziale concorrente — privo del controllo, in una situazione di incertezza strategica non affrontata

¹²⁸ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 2 (pag. 13), Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 35) e Sezione A, Paragrafo A.16.1(A) (pag. 41); Prospetto ICOP, Capitolo 11 (pag. 86). Il Consiglio rileva che l'esenzione presuppone che le Azioni ICOP siano effettivamente negoziate su Euronext Milan alla Data di Pagamento; le negoziazioni hanno avuto inizio in data 4 settembre 2026, come disposto da Borsa Italiana ai sensi dell'art. 2.4.2, comma 4, del Regolamento di Borsa.

dal Documento di Offerta; il Consiglio rileva altresì che, in tale scenario, i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma inclusi nel Prospetto ICOP, fondati sul consolidamento integrale di Trevi, non sarebbero in alcun modo rappresentativi.¹²⁹

5.3 La Condizione Golden Power e la Condizione Antitrust

Ai sensi della Sezione A, Paragrafo A.1, punti (ii) e (i), del Documento di Offerta, l'efficacia dell'Offerta è subordinata, rispettivamente, alla circostanza: (a) *“che, entro il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento, nessuna autorità competente, inclusi organi giurisdizionali, emetta delibere o provvedimenti tali da precludere, limitare o rendere più onerosa la possibilità per l'Offerente e/o l'Emittente di realizzare l'Offerta ovvero gli obiettivi della medesima, anche ai sensi e per gli effetti della normativa applicabile in materia di “golden power” di cui al D. L. 15 marzo 2012 n. 21 e/o di ogni altra disposizione normativa o provvedimento applicabile che dovesse essere emanato”* (la **“Condizione Golden Power”**); e (b) *“che entro il secondo Giorno di Borsa Aperta antecedente la Data di Pagamento, le competenti autorità antitrust, anche nell'ipotesi in cui sia presentata la notifica ai sensi dell'art. 16 della Legge n. 287/1990, approvino l'operazione di acquisizione di Trevi proposta dall'Offerente con la presente Offerta senza la previsione di condizioni o impegni o l'imposizione di misure, rimedi, o prescrizioni”* (la **“Condizione Antitrust”**).¹³⁰

Quanto al procedimento *golden power*, l'Offerente ha reso noto di aver effettuato in data 9 luglio 2026 la notifica prevista dall'art. 2 del D.L. n. 21/2012 avente ad oggetto l'Offerta e il prospettato cambio di controllo di Trevi; che in data 29 luglio 2026 la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha nominato il Ministero dell'economia e delle finanze quale responsabile dell'istruttoria e ha trasmesso una richiesta di informazioni a Trevi, con sospensione dei termini sino a un massimo di 20 giorni; e che in data 7 agosto 2026 la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha comunicato di aver richiesto a terzi ulteriori informazioni e chiarimenti.¹³¹ Per parte propria, Trevi, in qualità di società *target* della prospettata operazione, ha depositato in data 24 luglio 2026, ai sensi dell'art. 2, comma 6, del D.L. n. 21/2012, le proprie osservazioni nell'ambito del procedimento e, in data 5 agosto 2026, ha riscontrato la richiesta di informazioni della Presidenza del Consiglio dei Ministri. In tali sedi l'Emittente ha rappresentato, in sintesi, la rilevanza strategica delle attività svolte dal Gruppo Trevi nei settori dell'energia e delle risorse idriche e nell'ambito di infrastrutture di primaria importanza per il Paese, nonché le possibili ricadute della prospettata operazione sulla continuità delle commesse infrastrutturali in corso di esecuzione — in ragione, tra l'altro, delle clausole di cambio di controllo contenute nel Contratto di Finanziamento e nei contratti di finanziamento e commerciali del Gruppo, delle intenzioni manifestate dall'Offerente in merito a interventi di razionalizzazione e riorganizzazione e dell'assenza di un piano di integrazione dettagliato — segnalando l'opportunità che l'Offerente assuma impegni specifici a garanzia della continuità delle risorse, dei finanziamenti, delle garanzie e delle strutture operative destinate alle commesse strategiche. Alla Data del Comunicato dell'Emittente, il procedimento è in corso e il suo esito è incerto.

Con riferimento alla Condizione Golden Power, il Consiglio osserva che:

- (i) la condizione è formulata in termini tali da consentire all'Offerente di non dar corso all'OPS anche a fronte di autorizzazioni rilasciate con prescrizioni di portata limitata, ovvero di provvedimenti che rendano l'operazione anche solo “più onerosa”: ne deriva un'amplissima discrezionalità dell'Offerente, tanto più che la condizione estende il proprio perimetro a “ogni altra disposizione

¹²⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1 (pag. 28) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pagg. 98-99); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 14), Fattore di rischio A.3.5 (pag. 26) e Capitolo 11 (pag. 87). L'Offerente non individua la partecipazione minima al di sotto della quale non intenderebbe rinunciare alla Condizione Soglia, né chiarisce le modalità di esercizio dell'eventuale “controllo di fatto” in una società priva di patti parasociali e con un azionariato istituzionale rilevante.

¹³⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punti (i) e (ii) (pag. 26) e definizioni di “Condizione Antitrust” e “Condizione Golden Power” (pagg. 4-5).

¹³¹ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 5 (pag. 18), Sezione A, Paragrafo A.10 (pagg. 36-37) e Sezione C, Paragrafo C.2 (pag. 75).

normativa o provvedimento applicabile che dovesse essere emanato”, categoria priva di qualsiasi delimitazione oggettiva;

- (ii) con riferimento ai poteri speciali ai sensi della normativa *golden power*, l’Emittente e talune sue controllate operano in settori e commesse potenzialmente rilevanti ai fini della predetta normativa; le richieste di informazioni rivolte dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri a Trevi e a terzi confermano che l’istruttoria non ha carattere meramente formale e che il suo esito — ivi inclusa l’eventuale imposizione di prescrizioni, anche alla luce delle osservazioni formulate dall’Emittente — è allo stato non prevedibile; l’eventuale imposizione di prescrizioni o condizioni, ancorché di portata limitata, potrebbe a sua volta essere invocata dall’Offerente quale causa di mancato avveramento della condizione; e
- (iii) alla Data del Comunicato dell’Emittente permane pertanto incertezza circa il contenuto delle eventuali prescrizioni, la decisione — rimessa alla piena discrezionalità dell’Offerente — di rinunciare o meno alla condizione a fronte di esse e gli effetti che le misure imposte potrebbero determinare sui programmi dell’Offerente.

Quanto alla Condizione Antitrust, l’Offerente ha dichiarato di non aver effettuato alcuna comunicazione ai sensi dell’art. 16, comma 1, della Legge n. 287/1990, “*in quanto non risultano superate le soglie di fatturato ivi previste*”, né alcuna comunicazione ai sensi dell’art. 16, comma 1-bis, della medesima legge. Il Consiglio prende atto di tale dichiarazione e, sul presupposto — proprio dell’Offerente — che l’operazione non sia soggetta a notifica ai sensi della disciplina nazionale in materia di controllo delle concentrazioni, ritiene che la Condizione Antitrust debba considerarsi, allo stato, avverata ovvero comunque priva di concreta operatività, e non ritiene pertanto di doversi soffermare ulteriormente sulla stessa.

5.4 La Condizione Atti Rilevanti e la Condizione Misure Difensive

Ai sensi della Sezione A, Paragrafo A.1, punto (v), del Documento di Offerta, l’efficacia dell’Offerta è subordinata alla circostanza.¹³²

“che, tra la Data di Annuncio e la Data di Pagamento, gli organi sociali dell’Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) non deliberino, non compiano, anche qualora deliberati prima della Data di Annuncio, né si impegnino a compiere o comunque procurino il compimento di (anche con accordi condizionati e/o partnership con terzi) atti od operazioni: (x) da cui possa derivare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica, prudenziale e/o finanziaria e/o dell’attività dell’Emittente (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) come rappresentate nella relazione finanziaria annuale consolidata al 31 dicembre 2025, nel resoconto intermedio di gestione del gruppo Trevi al 30 giugno 2026 o nella più recente situazione economica, patrimoniale e finanziaria approvata; o (y) che siano comunque incoerenti con l’Offerta e le motivazioni industriali e commerciali sottostanti, salvo che ciò sia dovuto in ottemperanza a obblighi di legge e/o a seguito di richiesta delle Autorità di vigilanza, fermo in ogni caso quanto previsto dalla condizione di cui al successivo punto (vii). Quanto precede deve intendersi riferito, a mero titolo esemplificativo, ad aumenti di capitale (anche ove realizzati in esecuzione delle deleghe conferite al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell’art. 2443 del Codice Civile), riduzioni di capitale, distribuzioni di riserve, pagamenti di dividendi straordinari (i.e., quelli eccedenti l’utile risultante dall’ultimo bilancio di esercizio approvato al momento della distribuzione), utilizzi di fondi propri, acquisti o atti dispositivi di azioni proprie, fusioni, scissioni, trasformazioni, modifiche statutarie in genere, annullamento o accorpamento di azioni, cessioni, acquisizioni, esercizio di diritti d’acquisto, o trasferimenti, anche a titolo temporaneo, di asset, di partecipazioni (o di relativi diritti patrimoniali o partecipativi), di contratti di fornitura di servizi, di contratti commerciali o di

¹³² Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (v) (pagg. 26-27) e definizione di “Condizione Atti Rilevanti” (pagg. 4-5).

distribuzione di prodotti bancari, finanziari o assicurativi, di aziende o rami d'azienda, emissioni obbligazionarie o assunzioni di debito" (la "**Condizione Atti Rilevanti**").

Ai sensi della Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vi), del Documento di Offerta, l'efficacia dell'Offerta è altresì subordinata alla circostanza:¹³³

"che, tra la Data di Annuncio e la Data di Pagamento, l'Emittente e/o le sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate non deliberino e comunque non compiano, anche qualora deliberati prima della Data di Annuncio, né si impegnino a compiere, atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta ai sensi dell'art. 104 del TUF, ancorché i medesimi siano stati autorizzati dall'assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria dell'Emittente o siano decisi e posti in essere autonomamente dall'assemblea dei soci in sessione ordinaria o straordinaria e/o dagli organi di gestione delle società controllate e/o collegate dell'Emittente" (la "**Condizione Misure Difensive**").

Il Consiglio di Amministrazione osserva che tali condizioni risultano particolarmente ampie e generiche nella loro formulazione, difettano di parametri oggettivi idonei a individuare con certezza le circostanze al cui verificarsi l'Offerente potrebbe non dar corso all'OPS e consentono pertanto all'Offerente massima discrezionalità. In particolare:

- (i) la Condizione Atti Rilevanti ha ad oggetto atti che il Gruppo può compiere sulla base di legittime scelte di gestione — anche di ordinaria amministrazione, quali la stipula o la cessione di contratti commerciali o l'assunzione di debito, fisiologiche per un gruppo attivo su grandi commesse internazionali — e si estende persino ad atti *deliberati prima* dell'annuncio dell'Offerta, con l'effetto di attrarre nel proprio perimetro l'ordinaria esecuzione del Piano Industriale 2026-2029. Sarebbe peraltro lo stesso Offerente a giudicare quali scelte gestionali dell'Emittente siano "coerenti" con i piani che il medesimo Offerente si è dato;
- (ii) la Condizione Misure Difensive priva di rilievo, ai fini dell'efficacia dell'Offerta, la circostanza che eventuali atti siano stati autorizzati dall'assemblea degli Azionisti ai sensi dell'art. 104 del TUF, così svuotando, sul piano negoziale, la valenza del presidio assembleare previsto dall'ordinamento; e
- (iii) la pendenza dell'Offerta, unitamente all'operare della *passivity rule* di cui all'art. 104 del TUF e all'ampiezza delle condizioni in esame, determina — per tutta la durata del Periodo di Adesione — una significativa compressione della flessibilità gestionale dell'Emittente in una fase cruciale di avvio dell'esecuzione del Piano Industriale 2026-2029.

5.5 La Condizione MAC/MAE

Ai sensi della Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vii), del Documento di Offerta, l'efficacia dell'Offerta è subordinata alla seguente circostanza:¹³⁴

"la circostanza che entro la Data di Pagamento: (x) non si siano verificati, a livello nazionale e internazionale, circostanze o eventi straordinari che abbiano determinato o possano determinare mutamenti sostanzialmente pregiudizievoli della situazione politica, sanitaria, finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, tali da produrre o poter produrre effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sull'Offerente (e/o le sue società controllanti o controllate), e/o sulla situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale dell'Emittente e/o delle sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate, rispetto a quella risultante dalla relazione finanziaria annuale consolidata al 31 dicembre 2025 o dal resoconto intermedio di gestione del gruppo Trevi al 30 giugno 2026 o alla più recente situazione economica, patrimoniale e finanziaria approvata; e/o (y) non si siano verificati fatti o situazioni relativi all'Emittente e/o

¹³³ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vi) (pag. 27) e definizione di "Condizione Misure Difensive" (pag. 6).

¹³⁴ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vii) (pagg. 27-28) e definizione di "Condizione MAC/MAE" (pag. 6).

alle sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate, non noti al mercato alla Data di Annuncio, che abbiano o possano avere effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'attività e/o sulla situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale ovvero sull'operatività dell'Emittente e/o delle sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate, rispetto a quella risultante dalla relazione finanziaria annuale consolidata al 31 dicembre 2025, al resoconto intermedio di gestione del gruppo Trevi al 30 giugno 2026 o alla più recente situazione economica, patrimoniale e finanziaria approvata (la “Condizione MAC/MAE”). Resta inteso che la presente Condizione MAC/MAE include, tra l'altro, qualsiasi circostanza, evento, fatto o situazione del tipo descritto ai punti (x) e (y) che precedono che possa verificarsi nei mercati in cui l'Emittente, l'Offerente ovvero le rispettive società controllate o collegate operano, in conseguenza di, o in connessione con, il sostanziale peggioramento delle attuali crisi politiche internazionali, ivi incluse quelle in corso in Ucraina, in Medio Oriente, nonché la crisi del Mar Rosso, ogni altra tensione internazionale (ivi incluse le tensioni politiche e militari tra la Cina e gli Stati Uniti d'America), le politiche tariffarie dell'amministrazione degli Stati Uniti d'America e ogni evoluzione derivante dalle stesse, che, sebbene tali situazioni siano pubblicamente note alla Data di Annuncio, potrebbero avere conseguenze sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione finanziaria, patrimoniale, economica, reddituale od operativa dell'Emittente o dell'Offerente e/o delle rispettive società controllate e/o collegate, quali, a titolo esemplificativo, eventuali interruzioni temporanee e/o chiusure dei mercati finanziari e produttivi e/o delle attività commerciali relative ai mercati in cui l'Emittente, l'Offerente e/o le rispettive società controllate e/o collegate operano”.

Il Consiglio osserva che anche la Condizione MAC/MAE risulta particolarmente ampia e generica, difetta di parametri oggettivi e consente all'Offerente di non completare l'OPS sulla base di valutazioni sostanzialmente autonome. L'incertezza a carico degli Azionisti è ulteriormente acuita dall'espressa inclusione nel perimetro della condizione — “sebbene tali situazioni siano pubblicamente note alla Data di Annuncio” — degli sviluppi delle crisi geopolitiche e delle tensioni commerciali già in corso e note al mercato: trattandosi di due gruppi che operano su commesse internazionali in molteplici aree geografiche — ivi inclusi il Medio Oriente e gli Stati Uniti, espressamente richiamati — pressoché qualsiasi evoluzione del contesto internazionale potrebbe essere invocata dall'Offerente quale causa di mancato avveramento, con conseguente facoltà di ritirare l'OPS sino al giorno di borsa aperta antecedente la Data di Pagamento. Il Consiglio rileva, al riguardo, una contraddizione nelle dichiarazioni dell'Offerente: nella Sezione A, Paragrafo A.19, del Documento di Offerta, dedicata alle criticità del contesto macroeconomico, l'Offerente afferma di ritenere che “*le ragioni dell'Offerta non siano direttamente influenzate*” dal protezionismo commerciale, dal conflitto russo-ucraino, dal conflitto israelo-palestinese e dal conflitto in Iran, e che “*l'impatto di tale rischio sul gruppo ICOP e sul gruppo Trevi sia trascurabile*” quanto alle politiche tariffarie; nondimeno, i medesimi eventi sono espressamente inclusi nel perimetro della Condizione MAC/MAE e, nel Prospetto ICOP, l'Offerente sottolinea l'esposizione del Gruppo Trevi a mercati “*caratterizzati da elevata volatilità geopolitica*”, ivi inclusi “*i rischi derivanti dall'instabilità geopolitica e dal conflitto in corso in Medio Oriente*”, area che ha generato il 39% dei ricavi 2025 del Gruppo Trevi.¹³⁵

5.6 Considerazioni conclusive sulle Condizioni di Efficacia

Alla luce di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il complesso delle Condizioni di Efficacia — per numero, ampiezza, discrezionalità attribuita all'Offerente e assenza di qualsiasi limite alla facoltà di rinuncia o modifica — determini significativi profili di incertezza in merito allo stesso perfezionamento dell'OPS e ai suoi possibili esiti. Assumono particolare rilievo, in quanto estranee alla sfera di controllo tanto dell'Offerente quanto dell'Emittente: (i) la Condizione Finanziamento, il cui avveramento dipende dalle autonome determinazioni delle banche finanziatrici e che, anche a seguito delle modifiche

¹³⁵ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.19 (pagg. 44-45); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.3.1 (pag. 23) e Fattore di rischio B.1 (pag. 31). Il Piano Industriale di ICOP assume, per parte propria, l'assenza di “*un'ulteriore escalation dei conflitti in corso tra Russia e Ucraina e in Medio Oriente*” (Prospetto ICOP, Capitolo 8, Paragrafo 8.3, pag. 68).

comunicate dall'Offerente in data 20 agosto 2026 e come illustrato alla Sezione 4, Paragrafo 4.3, non pare tutelare di per sé gli aderenti rispetto all'attivazione della clausola di change of control al perfezionamento dell'Offerta, e la cui formulazione presenta ambiguità tali da rendere incerto se, e in quali circostanze, l'Offerente possa invocarne il mancato avveramento; (ii) la Condizione Soglia, come modificata dall'Offerente in data 20 agosto 2026 e in ogni caso rinunciabile senza alcun limite minimo, il cui integrale avveramento non consentirebbe di per sé il conseguimento del Delisting indicato tra gli obiettivi dell'Offerta; e (iii) la Condizione Golden Power, oggetto di un'istruttoria tuttora in corso nell'ambito della quale l'Emittente ha formulato le proprie osservazioni. Gli Azionisti devono inoltre considerare che la decisione di invocare il mancato avveramento delle Condizioni di Efficacia, ovvero di rinunciarvi, è rimessa alle determinazioni ampiamente discrezionali dell'Offerente, sicché il perfezionamento dell'Offerta e i suoi esiti dipenderanno da scelte dell'Offerente, con le ulteriori e peculiari implicazioni derivanti dalla prospettata coesistenza dell'Offerta con l'Offerta Webuild, illustrate alla Sezione 6 che segue.

6 LA PROSPETTATA OFFERTA CONCORRENTE PROMOSSA DA WEBUILD E LE RELATIVE IMPLICAZIONI SULL'OFFERTA

In data 29 luglio 2026, Webuild ha annunciato, ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Trevi, con corrispettivo interamente in denaro pari a Euro 4,50 per ciascuna Azione Trevi, che — ricorrendone i presupposti — si qualificherà come offerta concorrente rispetto all'OPS ai sensi dell'art. 44 del Regolamento Emittenti.

Alla data del presente Comunicato dell'Emittente, è in corso l'istruttoria presso Consob per l'approvazione del documento di offerta relativo all'Offerta Webuild. Lo stesso Offerente dà atto, nel Documento di Offerta, che l'Offerta Webuild “*si potrebbe configurare quale offerta concorrente ai sensi degli artt. 103, comma 4, lett. d), del TUF e 44 del Regolamento Emittenti*” e riconosce espressamente agli Azionisti, durante tutto il Periodo di Adesione, il diritto “*di trasferire le Azioni detenute dai medesimi sul mercato e, comunque, al di fuori dell'Offerta, nonché di aderire all'Offerta Webuild*”, precisando che gli Aderenti, pur non potendo altrimenti trasferire le Azioni Trevi portate in adesione, potranno revocare l'adesione “*e aderire all'Offerta Webuild o ad altre eventuali offerte entro la chiusura del Periodo di Adesione*”.¹³⁶

Per le valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito all'Offerta Webuild si rinvia al comunicato dell'emittente che verrà pubblicato ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti in relazione a tale offerta nei termini e con le modalità previste dalla legge. Nella presente Sezione il Consiglio si limita a illustrare le implicazioni che la prospettata coesistenza delle due offerte determina ai fini della valutazione dell'OPS.

La prospettata presenza di due offerte concorrenti — eterogenee per natura del corrispettivo, per condizioni di efficacia (ivi inclusa la diversa soglia minima) e per profilo dell'offerente — rende allo stato non prevedibile quale sarà l'esito delle offerte, nonché se e in che misura interverranno rilanci ai sensi dell'art. 44 del Regolamento Emittenti. Gli Azionisti sono pertanto chiamati a valutare l'adesione all'OPS in un contesto di accresciuta incertezza, nel quale i termini economici e le condizioni di entrambe le offerte potrebbero essere oggetto di modifiche e rilanci fino in prossimità alla chiusura dei periodi di adesione.

Il Consiglio ritiene in primo luogo di dover richiamare l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che la disciplina delle offerte concorrenti rimette all'Offerente la possibilità di optare per mantenere la scadenza originaria del Periodo di Adesione, comunicandolo alla Consob e al mercato entro cinque giorni di borsa aperta dalla pubblicazione dell'offerta concorrente, rinunciando alla facoltà di promuovere rilanci. In alternativa, nel medesimo termine, l'Offerente ha la facoltà di procedere a un rilancio, accettando però che il Periodo di Adesione all'OPS e la data di pubblicazione dei relativi risultati siano allineati a quelli dell'offerta concorrente. Il Documento di Offerta si limita, al riguardo, ad affermare che “*i periodi di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati delle stesse saranno allineati ai sensi dell'art. 44, comma 5, del Regolamento Emittenti*” e che un eventuale rilancio da parte dell'Offerente dovrà essere effettuato entro cinque Giorni di Borsa Aperta dalla pubblicazione del documento di offerta relativo all'Offerta Webuild, “*mediante pubblicazione di un comunicato contenente la natura e l'entità del rilancio e l'avvenuto rilascio delle garanzie integrative di esatto adempimento*”, senza fornire alcuna indicazione circa le intenzioni dell'Offerente. L'Offerente ha inoltre precisato che, ove l'Offerta Webuild si qualifichi quale offerta concorrente, la Riapertura dei Termini non avrà luogo e che lo stesso non potrà acquistare Azioni Trevi al di fuori dell'Offerta “*a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta concorrente*”.¹³⁷

¹³⁶ Cfr. Documento di Offerta, Premesse, Paragrafo 1 (pag. 13), Sezione A, Paragrafo A.11 (pagg. 37-38), Sezione A, Paragrafo A.16 (pag. 40), Sezione A, Paragrafo A.17 (pag. 43) e Sezione F, Paragrafo F.2 (pagg. 90-91). Il Prospetto ICOP annovera “*l'incertezza sull'esito dell'OPS su Trevi*” tra i fattori che potrebbero determinare significative oscillazioni del prezzo delle azioni ICOP (Fattore di rischio B.1, pag. 30).

¹³⁷ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.11, punti (ii) e (iii) (pag. 37), Sezione A, Paragrafo A.12 (pag. 38) e Sezione C, Paragrafo C.1 (pag. 75). Si veda anche la Sezione 4, Paragrafo 4.11, del presente Comunicato dell'Emittente.

Ove l'Offerente optasse per la conservazione della facoltà di rilancio, gli Azionisti dovrebbero considerare che un rilancio dell'OPS presenta profili di complessità ulteriori rispetto a quelli propri di un'offerta con corrispettivo in denaro. Il rilancio potrebbe in astratto consistere in un incremento del rapporto di scambio ovvero nell'introduzione di una componente del corrispettivo in denaro, allo stato non prevista, e ciascuna di tali configurazioni presenta profili che il Consiglio ritiene di dover rappresentare.

Quanto alla prima, il Consiglio osserva che l'aumento di capitale deliberato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente in data 20 agosto 2026, per massime n. 8.721.903 azioni ordinarie, corrisponde esattamente al fabbisogno necessario a soddisfare l'attuale rapporto di scambio in caso di integrale adesione all'Offerta: un incremento del rapporto di scambio richiederebbe pertanto l'emissione di un maggior numero di Azioni ICOP e una corrispondente modifica dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta. Alla data del presente Comunicato dell'Emittente non è dato conoscere se l'Offerente intenda a tal fine convocare una nuova assemblea straordinaria dei propri azionisti, ovvero se ritenga sufficiente esercitare nuovamente la Delega per un numero di azioni commisurato al rapporto di scambio come modificato, limitandosi il Comunicato Modifiche a indicare che la Delega — definita nel Documento di Offerta come esercitata per l'emissione di massime n. 8.721.903 Azioni ICOP, “anche come eventualmente rimodulata e/o modificata” — *“potrà essere esercitata nuovamente, nei limiti della stessa”*.

Il Consiglio osserva che entrambi gli scenari presentano elementi di incertezza. Ove l'Offerente esercitasse nuovamente la Delega per un numero complessivo di azioni eccedente l'ammontare massimo deliberato dall'assemblea, potrebbero porsi questioni in ordine ai limiti dei poteri delegati, tenuto conto che l'art. 2443 del Codice Civile richiede che la delega ne determini l'ammontare massimo. Ove per contro l'Offerente ritenesse necessario un nuovo passaggio assembleare, il rilancio resterebbe subordinato all'approvazione dell'assemblea dell'Offerente e ai relativi tempi di convocazione.

Quanto alla seconda configurazione, l'introduzione di una componente in denaro non inciderebbe sull'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, ma presupporrebbe la disponibilità in capo all'Offerente delle risorse necessarie e il rilascio delle garanzie integrative prescritte dalla disciplina applicabile, in ordine alle quali l'Offerente non ha reso noto alcun elemento. In tale ipotesi gli Azionisti sarebbero chiamati a valutare non soltanto l'entità del miglioramento del Corrispettivo, ma anche gli effetti che il reperimento della relativa provvista produrrebbe sulla situazione patrimoniale e finanziaria consolidata del gruppo facente capo a ICOP all'esito dell'operazione. Aderendo all'OPS essi diverrebbero infatti azionisti dell'Offerente e sopporterebbero pro quota, in tale qualità, l'eventuale riduzione della liquidità disponibile e/o incremento dell'indebitamento e degli oneri finanziari conseguenti al pagamento della componente in denaro, con effetti potenziali sulla leva finanziaria del gruppo risultante dalla combinazione, sulla sua flessibilità finanziaria e sul valore delle Azioni ICOP ricevute in concambio, che si sommerebbero a quelli descritti alla Sezione 5, Paragrafo 5.1, in merito al Contratto di Finanziamento e alle relative clausole di cambio di controllo.

Quanto, infine, alla posizione degli Azionisti che avessero aderito a una delle offerte, l'art. 44, comma 7, del Regolamento Emittenti riconosce loro due distinte facoltà di revoca. La prima consegue alla pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio. La seconda opera nei cinque giorni successivi alla pubblicazione dei risultati dell'offerta “che ha prevalso” e consente a coloro che abbiano aderito alle altre offerte di revocare l'adesione per apportare i propri titoli all'offerta prevalente.

Il Consiglio richiama l'attenzione degli Azionisti sulla circostanza che la nozione di offerta “che ha prevalso” non è definita dalla disciplina applicabile e presenta margini di incertezza interpretativa, che assumono rilievo decisivo nell'ipotesi in cui entrambe le offerte divengano efficaci. Tale ipotesi non può essere esclusa: l'Offerente si è infatti riservato la facoltà di rinunciare alla Condizione Soglia senza alcun limite minimo e, ove anche l'Offerta Webuild divenisse efficace, anche per effetto della rinuncia alla propria condizione soglia, ciascuna delle due offerte potrebbe perfezionarsi anche a fronte di un livello di adesioni che non attribuisca al rispettivo offerente il controllo dell'Emittente.

Secondo la tesi accolta dalla giurisprudenza di merito¹³⁸ — la seconda facoltà di revoca presuppone che una sola delle offerte concorrenti sia divenuta efficace. Ove, per contro, entrambe le offerte conservino efficacia all'esito dei rispettivi periodi di adesione, nessuna di esse può qualificarsi come prevalente, la disposizione non trova applicazione e ciascun aderente resta vincolato all'adesione prestata, a prescindere dall'esito complessivo delle offerte e da quale offerente abbia acquisito il controllo dell'Emittente. Il Consiglio dà atto che sono state prospettate letture diverse — secondo cui l'offerta prevalente sarebbe quella che abbia raccolto il maggior numero di adesioni, ovvero quella che abbia consentito all'offerente di acquisire il controllo dell'Emittente — in forza delle quali gli aderenti all'altra offerta, ancorché efficace, potrebbero revocare l'adesione per apportare i titoli all'offerta prevalente; tali letture non risultano tuttavia suffragate da precedenti applicativi.

Su tali presupposti, il Consiglio ritiene di rappresentare agli Azionisti i seguenti scenari:

- (i) *entrambe le offerte divengono efficaci e Webuild acquisisce il controllo dell'Emittente*: gli Azionisti che avessero aderito all'OPS — e che non avessero esercitato la facoltà di revoca nei termini di legge — sarebbero tenuti a consegnare le proprie Azioni Trevi a ICOP e riceverebbero Azioni ICOP, senza poter apportare le Azioni Trevi all'Offerta Webuild. Essi diverrebbero azionisti di minoranza di ICOP — società a controllo concentrato, con le caratteristiche illustrate alle Sezioni 3 e 4 — la quale, a sua volta, deterrebbe una partecipazione di minoranza in una Trevi controllata da Webuild, senza aver conseguito, in tutto o in parte, gli obiettivi di integrazione posti a fondamento dell'OPS e delle relative sinergie; lo stesso Offerente dichiara che, in uno scenario di partecipazione di minoranza, i ricavi aggiuntivi e l'EBITDA aggiuntivo stimati “saranno sostanzialmente inferiori” (Sezione 5, Paragrafo 5.2). Il Consiglio considera tale scenario il più pregiudizievole per gli Aderenti all'OPS;
- (ii) *entrambe le offerte divengono efficaci e ICOP acquisisce il controllo dell'Emittente* (per effetto dell'avveramento della Condizione Soglia, o comunque del conseguimento di una partecipazione di controllo, e della rinuncia da parte di Webuild alla propria condizione soglia): gli Azionisti che avessero aderito all'OPS riceverebbero Azioni ICOP e diverrebbero azionisti di minoranza di ICOP, a sua volta controllante di Trevi; Webuild resterebbe titolare di una partecipazione rilevante di minoranza in Trevi, la cui compagine sociale risulterebbe caratterizzata dalla presenza di un azionista di controllo e di un azionista di minoranza qualificata, entrambi operatori del settore, con possibili riflessi sulla *governance*, sulla contendibilità e sulla liquidità del titolo Trevi;
- (iii) *entrambe le offerte divengono efficaci senza che alcuno degli offerenti acquisisca il controllo dell'Emittente* (per effetto della rinuncia, da parte di entrambi gli offerenti, alle rispettive condizioni soglia): le Azioni Trevi verrebbero ripartite tra ICOP e Webuild in misura corrispondente alle rispettive adesioni; l'Emittente resterebbe quotato con due azionisti rilevanti — operatori del medesimo settore e potenziali concorrenti tra loro e dell'Emittente — nessuno dei quali titolare del controllo, in una situazione di incertezza strategica e di *governance*, con flottante ridotto ed esposizione al rischio di scarsità del flottante di cui alla Sezione 5, Paragrafo 5.2;
- (iv) *la sola OPS diviene efficace*: gli Azionisti che avessero aderito all'OPS diverrebbero azionisti di minoranza di ICOP, con le caratteristiche e i limiti illustrati alle Sezioni 3 e 4, e il valore del loro investimento dipenderebbe interamente dall'andamento delle Azioni ICOP e dalla capacità dell'Offerente di realizzare i programmi e le sinergie prospettate; le adesioni all'Offerta Webuild resterebbero prive di effetto e gli Azionisti che vi avessero aderito potrebbero apportare le proprie Azioni Trevi all'OPS nei cinque Giorni di Borsa Aperta successivi alla pubblicazione dei risultati

¹³⁸ Si veda Trib. Milano, sez. spec. impresa, ord. 26 gennaio 2017 (est. Galioto), secondo cui, ove al termine del periodo di adesione tutte le offerte concorrenti conservino efficacia, nessuna di esse può qualificarsi quale offerta “che ha prevalso” ai sensi dell'art. 44, comma 7, del Regolamento Emittenti, con la conseguenza che la disposizione non trova applicazione e gli aderenti restano vincolati alla propria adesione, non potendo revocarla al fine di conferire i titoli all'altra offerta.

definitivi dell'Offerta, come indicato dall'Offerente nella Sezione A, Paragrafo A.11, punto (vi), del Documento di Offerta;

- (v) *la sola Offerta Webuild diviene efficace*: le adesioni all'OPS resterebbero prive di effetto e le Azioni Trevi portate in adesione tornerebbero nella disponibilità degli Aderenti, i quali potrebbero apportarle all'Offerta Webuild nei cinque Giorni di Borsa Aperta successivi alla pubblicazione dei risultati; e
- (vi) *nessuna delle due offerte diviene efficace*: le adesioni a entrambe le offerte resterebbero prive di effetto e le Azioni Trevi tornerebbero nella disponibilità dei rispettivi titolari, senza che agli stessi spetti alcun indennizzo o risarcimento.

Il Consiglio rileva che il Documento di Offerta si limita a riprodurre, nella Sezione A, Paragrafo A.11, la disciplina regolamentare delle offerte concorrenti — ivi inclusa la facoltà degli Azionisti che abbiano aderito alle altre offerte di apportare le proprie Azioni all'Offerta “*nei 5 Giorni di Borsa Aperta successivi alla pubblicazione dei risultati definitivi*” ove questa prevalga — senza in alcun modo affrontare gli scenari, sopra illustrati sub (i), (ii) e (iii), in cui entrambe le offerte divengano efficaci, né infine quale sia la propria posizione in ordine alla nozione di offerta prevalente.¹³⁹ Il Consiglio ritiene che ciascuno dei predetti scenari — e in particolare quelli sub (i) e (iii) — costituisca un elemento di rischio di primaria importanza, che ogni Azionista deve attentamente considerare nel decidere se, quando e a quale offerta aderire, tenendo conto che l'adesione all'OPS, ove non revocata entro la chiusura del Periodo di Adesione, potrebbe risultare non più reversibile quale che sia l'esito dell'Offerta Webuild.

¹³⁹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.11, punti (v) e (vi) (pagg. 37-38).

7 AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E COMUNICAZIONE DEI FATTI DI RILIEVO AI SENSI DELL'ART. 39 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI

7.1 Informazioni sui fatti di rilievo successivi all'approvazione dell'ultimo bilancio o dell'ultima situazione contabile infra-annuale periodica pubblicata

In data 5 agosto 2026 il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha approvato la relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2026, resa disponibile al pubblico in data 6 agosto 2026 presso la sede sociale, sul sito internet dell'Emittente www.trevifin.com (sezione "Investor Relations") e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "eMarket STORAGE" (www.emarketstorage.it). Per maggiori informazioni in merito alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'Emittente e del Gruppo Trevi al 30 giugno 2026, nonché ai fatti di rilievo intervenuti sino a tale data, si rinvia alla predetta relazione finanziaria semestrale e al relativo comunicato stampa.

Per quanto a conoscenza dell'Emittente, alla Data del Comunicato dell'Emittente non si sono verificati fatti di rilievo successivi all'approvazione della relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2026 tali da incidere in modo significativo sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'Emittente e del Gruppo Trevi.

7.2 Informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'Emittente, ove non riportate nel Documento di Offerta

In relazione all'andamento recente e alle prospettive dell'Emittente, si rinvia alla relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2026, resa disponibile al pubblico in data 6 agosto 2026 presso la sede sociale, sul sito internet dell'Emittente www.trevifin.com (sezione "Investor Relations") e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "eMarket STORAGE" (www.emarketstorage.it).

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, non ci sono aggiornamenti relativi all'andamento recente e alle prospettive dell'Emittente ulteriori rispetto a quanto indicato nella relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2026.

8 EFFETTI DELL'EVENTUALE SUCCESSO DELL'OFFERTA SUI LIVELLI OCCUPAZIONALI DELL'EMITTENTE E SULLA LOCALIZZAZIONE DEI SITI PRODUTTIVI

Secondo quanto indicato nella Sezione A, Paragrafo A.8, e nella Sezione G, Paragrafo G.2, del Documento di Offerta, l'Offerente ha dichiarato che: *“Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente non ha pianificato di operare ristrutturazioni o riorganizzazioni dell'attività dell'Emittente in Italia e, pertanto, si attende che siano mantenuti gli attuali livelli occupazionali e l'attuale assetto delle sedi italiane dell'Emittente e dell'Offerente”*. L'Offerente ha inoltre dichiarato di voler *“preservare e valorizzare la continuità operativa, l'identità professionale e il patrimonio di competenze delle due organizzazioni, promuovendo un modello di integrazione che rispetti le specificità culturali e territoriali delle rispettive realtà aziendali”*.¹⁴⁰

Sulla base delle indicazioni fornite dall'Offerente, il Consiglio di Amministrazione rileva che il livello di dettaglio delle informazioni rese in merito ai futuri livelli occupazionali e alla localizzazione dei siti produttivi del Gruppo non è sufficiente a consentire una compiuta valutazione degli effetti dell'eventuale successo dell'Offerta su tali profili. In particolare, il Consiglio osserva che la dichiarazione dell'Offerente: (i) è riferita esclusivamente all'attività dell'Emittente *“in Italia”* e alle *“sedi italiane”*, mentre nulla è dichiarato in merito ai livelli occupazionali e alle sedi operative all'estero, ove il Gruppo Trevi realizza circa l'80% dei propri ricavi e impiega la maggior parte del proprio organico; (ii) è espressa in termini di mera aspettativa (*“si attende”*) e riferita alla sola *“Data del Documento di Offerta”*, senza assunzione di alcun impegno per il periodo successivo al perfezionamento dell'Offerta; e (iii) deve essere letta congiuntamente con le ulteriori dichiarazioni dell'Offerente, secondo cui il piano post-integrazione contemplerà una *“rifocalizzazione geografica”*, l'*“efficientamento operativo”* e la *“razionalizzazione delle strutture corporate”*, il gruppo *“rifocalizzerà progressivamente le attività sui Paesi e sulle regioni caratterizzati da domanda strutturale, maggiore stabilità e un profilo di rischio–rendimento coerente con la strategia ICOP”* e *“integrerà le funzioni corporate e le strutture societarie nelle geografie comuni, combinando progressivamente processi, funzioni di staff e servizi di supporto”*, con sinergie di costo derivanti anche dalla *“razionalizzazione delle funzioni corporate”*.¹⁴¹

In particolare, l'Offerente non ha espresso in dettaglio la propria posizione in merito a potenziali futuri piani di esubero, tagli del personale o altre misure organizzative — in Italia e, soprattutto, all'estero — la cui implementazione è elemento tipico dell'integrazione di due soggetti industriali quali l'Offerente e l'Emittente, né in merito al mantenimento delle filiali e degli uffici esteri del Gruppo Trevi nelle aree geografiche non ritenute prioritarie nella strategia dell'Offerente. L'Offerente ha inoltre dichiarato di non aver ancora assunto alcuna decisione in merito alla composizione degli organi amministrativi e di controllo di Trevi e delle società del Gruppo.¹⁴²

Il Consiglio osserva altresì che permangono significativi elementi di incertezza in merito alle intenzioni dell'Offerente riguardo alla divisione Soilmec e ai relativi riflessi occupazionali e organizzativi, tenuto conto che un'eventuale valorizzazione di Soilmec attraverso operazioni straordinarie potrebbe comportare

¹⁴⁰ Cfr. Documento di Offerta, Sezione A, Paragrafo A.8 (pag. 35) e Sezione G, Paragrafo G.2 (pag. 96); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pag. 13), ove l'Offerente dichiara di voler mantenere *“gli attuali livelli occupazionali e l'assetto delle sedi italiane”*.

¹⁴¹ Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2 (pagg. 97-98); Prospetto ICOP, Fattore di rischio A.1.1 (pagg. 13-14) e Fattore di rischio A.3.1 (pag. 23). Nel descrivere lo scenario di controllo di fatto, l'Offerente precisa che le sinergie di costo connesse alla riorganizzazione delle funzioni corporate sarebbero *“volte a eliminare mere duplicazioni di costi e a non incidere sulla riduzione dell'organico di Trevi”* (Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2, pag. 98): tale precisazione, riferita a uno scenario specifico, non è estesa dall'Offerente allo scenario di integrale perfezionamento dell'Offerta.

¹⁴² Cfr. Documento di Offerta, Sezione G, Paragrafo G.2.3 (pag. 100). Il Prospetto ICOP annovera tra i fattori di rischio la dipendenza da *“personale tecnico altamente specializzato”* e il rischio di non riuscire ad *“attrarre e trattenere personale qualificato”* (Fattore di rischio A.4.2, pagg. 28-29), rischio che, in un contesto di integrazione, potrebbe interessare anche le risorse chiave del Gruppo Trevi.

conseguenze rilevanti sulla struttura occupazionale e sulla localizzazione dei siti produttivi del Gruppo (si veda la Sezione 3, Paragrafo 3.5, del presente Comunicato dell'Emittente).

La Comunicazione 102 e il Documento di Offerta sono stati trasmessi ai rappresentanti dei lavoratori secondo quanto previsto dall'art. 102, commi 2 e 5, del TUF.

Alla Data del Comunicato dell'Emittente, non è pervenuto il parere dei rappresentanti dei lavoratori dell'Emittente che, ove rilasciato, sarà messo a disposizione del pubblico nel rispetto delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

Il Comunicato dell'Emittente è trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori ai sensi dell'art. 103, comma 3-bis, del TUF.

**9 INDICAZIONE IN MERITO ALLA PARTECIPAZIONE O MENO DEI MEMBRI DEL
CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ALLE TRATTATIVE PER LA DEFINIZIONE
DELL'OPERAZIONE**

Nessun componente del Consiglio di Amministrazione ha partecipato, a qualsiasi titolo, alle trattative per la definizione dell'operazione nel contesto della quale è stata promossa l'Offerta.

10 CONCLUSIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione, all'esito delle valutazioni condotte, dopo attenta analisi della documentazione indicata nella Sezione 11, Paragrafo 11.3, del presente Comunicato dell'Emittente, e anche tenuto conto di quanto espresso dagli Advisor Finanziari Mediobanca e Vitale nelle rispettive *fairness opinion*, qui allegate quali, rispettivamente, Allegato A e Allegato B, ritiene che il Corrispettivo — pari a n. 0,133 Azioni ICOP per ciascuna Azione Trevi portata in adesione, equivalente a una valorizzazione monetaria di Euro 4,163 per Azione Trevi alla Data di Riferimento e di Euro 4,045 alla Data del Documento di Offerta — non sia congruo dal punto di vista finanziario, in quanto inferiore ai *range* di rapporto di scambio stimati dagli Advisor Finanziari nelle rispettive *fairness opinion* e dal Consiglio medesimo (per maggiori informazioni si rinvia alla Sezione 2 del presente Comunicato dell'Emittente).

Il Consiglio rileva, in particolare, che il Corrispettivo: (i) non riflette il valore prospettico dell'Emittente all'esito del completamento della Manovra Finanziaria e dell'approvazione del Piano Industriale 2026-2029, essendo stato determinato in corrispondenza di livelli di prezzo dell'Azione Trevi ancora influenzati dall'Aumento di Capitale; (ii) si colloca al di sotto dell'intervallo stimato dagli Advisor Finanziari nelle rispettive *fairness opinion*, nonché nella parte bassa, o al di sotto, degli intervalli individuati dallo stesso Offerente; (iii) non attribuisce agli Azionisti di Trevi alcuna quota delle sinergie prospettate dall'Offerente, pur fondandosi l'Offerta in misura rilevante su di esse; e (iv) dalla Data di Annuncio, è risultato sostanzialmente sempre inferiore al valore attribuito dal mercato alle Azioni Trevi.

Il Consiglio ritiene inoltre che ciascun Azionista di Trevi, ai fini delle proprie valutazioni, debba tenere conto dei profili di seguito illustrati.

Come illustrato nella Sezione 3 del presente Comunicato dell'Emittente, le motivazioni dell'Offerta si fondano in misura rilevante su sinergie incerte e difficilmente valutabili, non riflesse nel Corrispettivo, e i programmi dell'Offerente presentano rilevanti elementi di incertezza, a fronte di un'Emittente dotata di caratteristiche distintive e di una credibile strategia *standalone*.

Inoltre, come illustrato nella Sezione 4 del presente Comunicato dell'Emittente, l'adesione all'OPS comporterebbe per gli Azionisti di Trevi ulteriori effetti e profili di rischio e di incertezza, connessi all'Offerta e alle Azioni ICOP, che incidono in misura rilevante sulla valutazione dell'opportunità di divenire azionisti di ICOP.

Da ultimo, come illustrato nella Sezione 5 del presente Comunicato dell'Emittente, il perfezionamento dell'Offerta è subordinato a Condizioni di Efficacia poste nell'esclusivo interesse dell'Offerente e da quest'ultimo liberamente rinunciabili, che determinano significativi profili di incertezza in merito al perfezionamento dell'OPS e ai suoi possibili esiti.

Il Consiglio di Amministrazione ricorda che il presente Comunicato dell'Emittente non costituisce in alcun modo, né può essere inteso come, una raccomandazione ad aderire o a non aderire all'Offerta e non sostituisce il giudizio di ciascun Azionista in relazione all'Offerta medesima. La convenienza economica dell'adesione all'Offerta dovrà essere valutata dal singolo Azionista, tenendo conto di tutto quanto precede, delle proprie condizioni soggettive, della propria propensione al rischio e del proprio orizzonte temporale di investimento, nonché di tutte le informazioni contenute nel Documento di Offerta, nel Prospetto ICOP e nel presente Comunicato dell'Emittente.

11 DESCRIZIONE DELLA RIUNIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE CHE HA APPROVATO IL COMUNICATO DELL'EMITTENTE

11.1 Partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione di Trevi alla Data del Comunicato dell'Emittente è composto da 11 membri ed è stato nominato dall'Assemblea degli Azionisti in data 13 maggio 2025. Successivamente, a seguito delle dimissioni rassegnate dal Prof. Antonio Maria Rinaldi in data 24 gennaio 2026 e dall'Ing. Davide Manunta in data 27 marzo 2026 – queste ultime con efficacia dalla data in cui l'Assemblea degli Azionisti avesse provveduto alla relativa sostituzione – l'Assemblea degli Azionisti del 13 maggio 2026 ha integrato il Consiglio di Amministrazione mediante la nomina di Paolo Marchioni, in qualità di amministratore indipendente, e di Andrea Nuzzi. Paolo Marchioni è stato quindi nominato Presidente del Consiglio di Amministrazione.

Alla riunione del Consiglio di Amministrazione tenutasi in data 10 settembre 2026, nella quale è stata esaminata l'Offerta e approvato il Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, hanno partecipato, di persona o in audio-conferenza, i seguenti consiglieri:

Nome e Cognome	Carica
Paolo Marchioni	Presidente del Consiglio di Amministrazione (*)
Giuseppe Caselli	Amministratore Delegato
Adriana Baso	Consigliere (*)
Francesca Crescini	Consigliere (*)
Antongiulio Marti	Consigliere (*)
Matteo Adolfo Maria Mognaschi	Consigliere (*)
Marco Pappalardo	Consigliere (*)
Elisa Roversi	Consigliere (*)
Claudia Rubini	Consigliere (*)
Daniela Savi	Consigliere (*)
Andrea Nuzzi	Consigliere

(*) Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza ai sensi dell'art. 148 del TUF.

Per il Collegio Sindacale erano presenti: Carmen Pezzuto (Presidente), Dorina Casadei (Sindaco Effettivo) e Domenico Iannotta (Sindaco Effettivo).

11.2 Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'Offerta

Ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile e dell'art. 39, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti, si segnala che, alla Data del Comunicato dell'Emittente, il Presidente del Consiglio di Amministrazione, Paolo Marchioni, ha dichiarato di detenere n. 2.520 Azioni Trevi.

Inoltre, per completezza e in considerazione dell'Offerta Webuild, si rappresenta, altresì, che il consigliere Andrea Nuzzi ha dichiarato, ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile, di essere portatore di un potenziale interesse per conto di terzi in ragione della carica di Direttore Business ricoperta in Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., la quale detiene il 100% del capitale sociale di CDP Equity S.p.A., che, a sua volta, è titolare di una partecipazione pari al 21,27% del capitale sociale dell'Emittente e di una partecipazione pari al 16,47% del capitale sociale di Webuild, soggetto promotore dell'Offerta Webuild.

Il consigliere Nuzzi ha altresì dichiarato che tra Salini S.p.A. e CDP Equity S.p.A. è in essere un accordo parasociale avente ad oggetto Webuild.

Fatto salvo quanto precede, nessun altro membro del Consiglio di Amministrazione ha dichiarato di essere portatore di interessi propri o di terzi in relazione all'Offerta.

11.3 Documentazione Esaminata

Il Consiglio di Amministrazione, nella sua valutazione dell'Offerta e del Corrispettivo e ai fini del presente Comunicato dell'Emittente, ha esaminato la seguente documentazione:

- (i) la Comunicazione 102;
- (ii) il comunicato stampa pubblicato dall'Offerente in data 28 giugno 2026 in relazione all'annuncio dell'Offerta;
- (iii) l'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti dell'Offerente convocata per il 28 luglio 2026;
- (iv) la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione dell'Offerente predisposta ai sensi degli artt. 2441 e 2443 del Codice Civile in ordine alla proposta di conferimento della delega al Consiglio di Amministrazione per l'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta;
- (v) il verbale dell'assemblea straordinaria degli azionisti dell'Offerente del 28 luglio 2026, recante il conferimento della Delega;
- (vi) il Comunicato Modifiche del 20 agosto 2026, con il quale l'Offerente ha reso noto, ai sensi dell'art. 43 del Regolamento Emittenti, (a) l'esercizio della Delega e la deliberazione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta per massime n. 8.721.903 azioni ordinarie, e (b) la modifica della Condizione Soglia e della Condizione Finanziamento;
- (vii) la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione dell'Offerente in ordine all'esercizio della Delega conferita dall'assemblea straordinaria del 28 luglio 2026;
- (viii) la relazione ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, rilasciata da RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. in relazione all'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta;
- (ix) il parere del Collegio Sindacale di ICOP sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni relative all'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, espresso ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile
- (x) il Documento di Offerta, come approvato da Consob con delibera n. 24116 del 1° settembre 2026 e pubblicato in data 1° settembre 2026, unitamente alla Comunicazione 102 ivi allegata quale Appendice K.1;
- (xi) il Prospetto ICOP, approvato da Consob in data 1° settembre 2026 e pubblicato dall'Offerente in pari data in relazione all'Offerta e all'ammissione alle negoziazioni delle Azioni ICOP su Euronext Milan, redatto in forma semplificata ai sensi dell'art. 14-bis del Regolamento (UE) 2017/1129, ivi inclusi i Dati Finanziari Consolidati Pro-forma e i Dati Previsionali;
- (xii) il provvedimento di Borsa Italiana n. 9141 del 31 agosto 2026 di ammissione a quotazione delle azioni ICOP su Euronext Milan, come richiamato nel Documento di Offerta e nel Prospetto ICOP;
- (xiii) la comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, diffusa da Webuild S.p.A. in data 29 luglio 2026, relativa alla decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni Trevi;
- (xiv) i risultati consolidati del Gruppo Trevi relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2026, approvati dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 5 agosto 2026 e comunicati al mercato in data 6 agosto 2026;

- (xv) il Piano Industriale 2026-2029 dell'Emittente;
- (xvi) la *fairness opinion* resa in data 10 settembre 2026 da Mediobanca;
- (xvii) la *fairness opinion* resa in data 10 settembre 2026 da Vitale;
- (xviii) gli eventuali ulteriori documenti indicati di volta in volta nel presente Comunicato dell'Emittente.

Ai fini della propria valutazione sull'Offerta e sulla congruità del Corrispettivo, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente non si è avvalso di ulteriori documenti di valutazione diversi da quelli sopra indicati.

11.4 Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione

All'esito dell'adunanza consiliare del 10 settembre 2026, il Consiglio di Amministrazione ha approvato, all'unanimità, il presente Comunicato dell'Emittente.

Appendice 1

Si riporta di seguito un elenco delle definizioni e dei termini utilizzati all'interno del presente Comunicato dell'Emittente. Tali definizioni e termini, salvo quanto diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato.

Aderente	Ciascun titolare delle Azioni Trevi legittimato ad aderire all'Offerta, che abbia validamente portato le Azioni in adesione all'Offerta.
Advisor Finanziari	Mediobanca e Vitale.
Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta	L'aumento del capitale sociale dell'Offerente a servizio dell'Offerta, deliberato dal Consiglio di Amministrazione di ICOP in data 20 agosto 2026 in esecuzione della Delega, in via scindibile e anche in più <i>tranches</i> , da liberarsi mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle Azioni dell'Emittente portate in adesione all'Offerta (o comunque conferite in ICOP in esecuzione dell'obbligo di acquisto e/o diritto di acquisto ai sensi degli artt. 108 e 111 del TUF, ove ne ricorrano i presupposti), e dunque con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., con emissione di massime n. 8.721.903 azioni dell'Offerente, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione.
Aumento di Capitale Trevi o Aumento di Capitale	Aumento di capitale in opzione deliberato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 22 maggio 2026, in esercizio della delega conferita dalla assemblea straordinaria degli azionisti in data 13 maggio 2026 ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, per un importo massimo complessivo di Euro 100.000.000, comprensivo di sovrapprezzo.
Azioni ICOP	Le massime n. 8.721.903 azioni ordinarie di ICOP di nuova emissione rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, prive di valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di ICOP già in circolazione alla data di emissione.
Azioni Oggetto dell'Offerta	Ciascuna delle (o, al plurale, a seconda del contesto, tutte le, o parte delle) massime n. 65.578.216 Azioni Trevi, complessivamente rappresentative del 100% del capitale sociale dell'Emittente. Per il dettaglio delle modalità di calcolo si rinvia alla Sezione C, Paragrafo C.1, del Documento di Offerta.
Azioni Trevi o Azioni dell'Emittente	Le n. 65.578.216 azioni ordinarie di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. rappresentanti il 100% del capitale sociale (codice ISIN IT0005709909).
Azionisti	I titolari delle Azioni che sono legittimati a partecipare all'Offerta.
Borsa Italiana	Borsa Italiana S.p.A., con sede legale in Milano, Piazza degli Affari, n. 6.
Cifre	Cifre S.r.l., società di diritto italiano, con sede legale in Udine (UD), via Vicolo Dello Schioppettino n. 3, iscritta nella sezione ordinaria del

registro delle imprese di Udine al numero 07739120587, che, alla data del Documento di Offerta, detiene il 78,40% del capitale sociale dell'Offerente.

Codice Civile o c.c.	Il Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato e integrato.
Codice di Corporate Governance	Il Codice di Corporate Governance delle società con azioni quotate su Euronext Milan, adottato nel gennaio 2020 dal Comitato per la Corporate Governance promosso, <i>inter alia</i> , da Borsa Italiana.
Comunicato Modifiche	Il comunicato diffuso dall'Offerente in data 20 agosto 2026 ai sensi dell'art. 43 del Regolamento Emittenti, con il quale l'Offerente ha reso noto l'esercizio della Delega, la deliberazione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta e la modifica della Condizione Soglia e della Condizione Finanziamento.
Comunicato dell'Emittente	Il presente comunicato dell'Emittente, redatto ai sensi del combinato disposto degli artt. 103 del TUF e 39 del Regolamento Emittenti, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 10 settembre 2026.
Comunicazione 102	La comunicazione dell'Offerente prevista dagli artt. 102, comma 1 del TUF e 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, diffusa alla Data di Annuncio e allegata al Documento di Offerta.
Condizione Antitrust	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (i), del Documento di Offerta.
Condizione Atti Rilevanti	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (v), del Documento di Offerta.
Condizione Finanziamento	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iii), del Documento di Offerta, come modificata dall'Offerente con il Comunicato Modifiche.
Condizione Golden Power	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (ii), del Documento di Offerta.
Condizione MAC/MAE	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vii), del Documento di Offerta.
Condizione Misure Difensive	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (vi), del Documento di Offerta.
Condizione Reverse Take Over	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (viii), del Documento di Offerta, avveratasi in data 28 luglio 2026.

Condizione Soglia	La condizione di efficacia dell'Offerta di cui alla Sezione A, Paragrafo A.1, punto (iv), del Documento di Offerta, come modificata dall'Offerente con il Comunicato Modifiche.
Condizioni di Efficacia	Le condizioni all'avveramento (o alla rinuncia) delle quali è subordinato il perfezionamento dell'Offerta, descritte nella Sezione A, Paragrafo A.1, del Documento di Offerta.
Consob	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, via Giovanni Battista Martini, n. 3.
Consiglio di Amministrazione o Consiglio	Il consiglio di amministrazione dell'Emittente, salvo che il contesto richieda diversamente.
Contratto di Finanziamento	Il contratto di finanziamento stipulato in data 28 maggio 2026 tra l'Emittente ed un pool di banche finanziatrici per un importo complessivo di Euro 180 milioni a servizio della Manovra Finanziaria.
Corrispettivo	Il corrispettivo in azioni, che sarà corrisposto ad ogni Aderente per ciascuna Azione portata in adesione all'Offerta, costituito da n. 0,133 azioni dell'Offerente di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale a Servizio dell'Offerta.
Data del Comunicato dell'Emittente	Il 10 settembre 2026.
Data del Documento di Offerta	Il 1° settembre 2026, ossia la data di pubblicazione del Documento di Offerta.
Data del Prospetto	Il 1° settembre 2026, ossia la data di pubblicazione del Prospetto ICOP.
Data di Annuncio	Il 28 giugno 2026, ossia la data in cui l'Offerta è stata comunicata al pubblico mediante la Comunicazione 102.
Data di Pagamento	La data in cui sarà effettuato il pagamento del Corrispettivo agli Aderenti, insieme al trasferimento all'Offerente della titolarità delle Azioni Trevi portate in adesione, corrispondente al quinto Giorno di Borsa Aperta successivo alla chiusura del Periodo di Adesione, ossia il 23 ottobre 2026 (fatte salve eventuali proroghe o altre modifiche dell'Offerta che dovessero intervenire in conformità alle vigenti disposizioni di legge o di regolamento).
Data di Riferimento	Il 26 giugno 2026, ossia l'ultimo Giorno di Borsa Aperta prima della Data di Annuncio.
Dati Finanziari Consolidati Pro-forma	I prospetti della situazione patrimoniale-finanziaria consolidata <i>pro-forma</i> al 31 dicembre 2025 e del conto economico consolidato <i>pro-forma</i>

per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2025 dell'Offerente, corredati delle note esplicative, inclusi nel Capitolo 5, Paragrafo 5.3, del Prospetto ICOP.

Dati Preliminari Semestrali	I dati consolidati preliminari dell'Offerente relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2026, limitati a Ricavi Totali, EBITDA Adjusted e Indebitamento Finanziario Netto Adjusted, non assoggettati a revisione contabile, esaminati dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente in data 10 agosto 2026 e riportati nel Documento di Offerta e nel Prospetto ICOP.
Dati Previsionali	I dati previsionali consolidati dell'Offerente per gli esercizi 2026-2029, tratti dal Piano Industriale di ICOP e riportati nel Capitolo 8 del Prospetto ICOP.
Delega	La delega conferita dall'Assemblea straordinaria degli azionisti dell'Offerente al relativo Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile in data 28 luglio 2026 per l'esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, esercitata dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente in data 20 agosto 2026.
Delisting	La revoca delle Azioni Trevi dalla quotazione su Euronext Milan.
Diritto di Acquisto	Il diritto dell'Offerente di acquistare le restanti Azioni dell'Emittente in circolazione ai sensi dell'articolo 111 del TUF, qualora, all'esito dell'Offerta – per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori della medesima – l'Offerente venga a detenere una partecipazione complessiva pari o superiore al 90% del capitale sociale dell'Emittente. L'Offerente ha dichiarato sin d'ora la propria intenzione di esercitare il Diritto di Acquisto, ove ne ricorrano i presupposti.
Documento di Offerta	Il documento di offerta relativo all'Offerta, approvato da Consob con delibera n. 24116 del 1° settembre 2026 e pubblicato in data 1° settembre 2026 dall'Offerente ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF e 38 del Regolamento Emittenti.
EGM	Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.
Emittente o Trevi o Società	Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Cesena (FC), Via Larga di Sant'Andrea n. 201, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Forlì - Cesena 01547370401.
Euronext Milan	Il mercato Euronext Milan organizzato e gestito da Borsa Italiana.
Giorno di Borsa Aperta	Ciascun giorno di apertura dei mercati regolamentati italiani secondo il calendario di negoziazione stabilito annualmente da Borsa Italiana.

Gruppo	Collettivamente, l'Emittente e le sue società controllate.
Gruppo ICOP	Collettivamente, l'Offerente e le sue società controllate.
Manovra Finanziaria	La manovra finanziaria approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 29 marzo 2026, finalizzata, tra l'altro, al rifinanziamento dell'indebitamento esistente del Gruppo, alla riduzione del livello complessivo di indebitamento, al rafforzamento della flessibilità finanziaria del Gruppo e al supporto dell'attuazione del Piano Industriale. Essa si compone principalmente di: (a) il Contratto di Finanziamento; (b) linee di credito operative a breve termine per almeno Euro 40 milioni; (c) linee di garanzia (<i>bonding lines</i>) per un importo indicativo complessivo di almeno Euro 150 milioni; e (d) l'Aumento di Capitale Trevi.
Mediobanca	Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., in qualità di advisor finanziario dell'Emittente.
Nuovo Statuto	Lo statuto sociale dell'Offerente approvato dall'assemblea straordinaria del 28 luglio 2026, con efficacia dalla data di inizio delle negoziazioni delle azioni ICOP su Euronext Milan.
Obbligo di Acquisto	L'obbligo dell'Offerente di acquistare le rimanenti Azioni dell'Emittente dagli azionisti che ne facciano richiesta, sussistendone i presupposti ai sensi dell'articolo 108, commi 1 o 2, del TUF.
Offerente o ICOP	ICOP S.p.A. Società Benefit, società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Basiliano (UD), via S. Pellico n. 2, iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese di Udine al numero 00298880303.
Offerta o OPS	L'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria avente a oggetto la totalità delle Azioni Trevi, promossa dall'Offerente ai sensi e per gli effetti dell'art. 102 e ss. del TUF.
Offerta Webuild	L'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle Azioni Trevi, con corrispettivo in denaro pari a Euro 4,50 per Azione Trevi, la cui decisione di promozione è stata annunciata da Webuild in data 29 luglio 2026 ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF, il cui documento di offerta è, alla Data del Comunicato dell'Emittente, in corso di istruttoria presso Consob.
Operazione	L'acquisizione del controllo dell'Emittente da parte dell'Offerente mediante l'Offerta e la conseguente integrazione tra il Gruppo e il Gruppo ICOP prospettata dall'Offerente nel Documento di Offerta e nel Prospetto ICOP.
Paesi Esclusi	Gli Stati Uniti d'America, il Canada, il Giappone, l'Australia e qualsiasi altro Paese nel quale la promozione dell'Offerta o l'adesione alla stessa non sarebbero conformi alle leggi e ai regolamenti applicabili o non sarebbero comunque consentite in assenza di preventiva registrazione,

approvazione o deposito presso le rispettive autorità di vigilanza, come indicati nella Sezione F, Paragrafo F.4, del Documento di Offerta.

Periodo di Adesione	Il periodo di adesione all'Offerta, concordato con Borsa Italiana, compreso tra le ore 8:30 (ora italiana) del 14 settembre 2026 e le ore 17:30 (ora italiana) del 16 ottobre 2026, estremi inclusi, pari a 25 Giorni di Borsa Aperta, salvo proroghe in conformità alla normativa applicabile.
Piano Industriale	Il piano industriale del Gruppo per il periodo 2026-2029, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 29 marzo 2026, confermato nella sua solidità da una <i>independent business review</i> rilasciata da Alvarez & Marsal in data 17 febbraio 2026, come aggiornata in data 22 maggio 2026.
Piano Industriale di ICOP	Il piano industriale 2026-2029 dell'Offerente, approvato dal Consiglio di Amministrazione di ICOP in data 19 luglio 2026 e comunicato al mercato in data 20 luglio 2026, i cui Dati Previsionali sono riportati nel Capitolo 8 del Prospetto ICOP.
Prospetto ICOP	Il prospetto informativo, redatto in forma semplificata, approvato da Consob e pubblicato in data 1° settembre 2026 dall'Offerente in relazione all'Offerta e all'ammissione alle negoziazioni delle Azioni ICOP sul mercato Euronext Milan, redatto ai sensi dell'articolo 14-bis del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017.
Regolamento di Borsa	Il regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana in vigore alla Data del Documento di Offerta.
Regolamento Emittenti	Il regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
Regolamento Emittenti EGM	Il regolamento emittenti Euronext Growth Milan in vigore alla Data del Documento di Offerta.
Statuto EGM	Lo statuto sociale dell'Offerente in vigore alla Data del Documento di Offerta.
RSM	RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A., esperto indipendente incaricato dall'Offerente della valutazione delle Azioni Trevi ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile.
Soilmec	Soilmec S.p.A., società controllata dall'Emittente a capo della divisione del Gruppo attiva nella progettazione, produzione e commercializzazione di macchinari e attrezzature per fondazioni speciali e perforazioni.

Riapertura dei Termini	L'eventuale riapertura del Periodo di Adesione per cinque Giorni di Borsa Aperta (26, 27, 28, 29 e 30 ottobre 2026, salvo proroghe) ai sensi dell'art. 40-bis, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti, come volontariamente applicata dall'Offerente e descritta nella Sezione A, Paragrafo A.12, e nella Sezione F, Paragrafo F.1.1, del Documento di Offerta.
TUF	Il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato.
Vitale	Vitale & Co. S.p.A., in qualità di advisor finanziario indipendente dell'Emittente.
Webuild	Webuild S.p.A., società con azioni quotate su Euronext Milan, con sede legale in Milano.

Allegato A

***Fairness opinion* di Mediobanca**



MEDIOBANCA

Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 10 settembre 2026

Spettabile

Trevi - Finanziaria Industriale S.p.A.

Via Larga di Sant'Andrea n. 201

47522 Cesena (FC), Italia

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

In data 28 giugno 2026, ICOP S.p.A. Società Benefit (l' "**Offerente**" o "**ICOP**") ha comunicato, ai sensi degli articoli 102 e seguenti del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (il "**TUF**"), e dell'articolo 37 del Regolamento Consob n. 11971/1999, come successivamente modificato e integrato (il "**Regolamento Emittenti**"), la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria (l' "**Offerta ICOP**") avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Trevi Finanziaria Industriale S.p.A. ("**Trevi**", l' "**Emittente**" o la "**Società**"), ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Il Consiglio di Amministrazione di Trevi, riunitosi in data 1 luglio 2026, ha precisato che l'Offerta ICOP non è stata in alcun modo sollecitata, né preventivamente discussa o concordata con l'Offerente.

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta relativo all'Offerta ICOP, approvato da Consob in data 1° settembre 2026 (il "**Documento di Offerta**"), per ciascuna azione Trevi portata in adesione all'Offerta ICOP gli azionisti riceveranno un corrispettivo rappresentato da 0,133 azioni ordinarie di nuova emissione dell'Offerente (il "**Corrispettivo ICOP**"), secondo il rapporto di scambio indicato nel Documento di Offerta. L'Offerta ICOP ha ad oggetto massime n. 65.578.216 azioni ordinarie Trevi, corrispondenti al 100% del capitale sociale e delle azioni ordinarie della Società.

Come descritto nel Documento di Offerta, l'efficacia dell'Offerta ICOP è subordinata al verificarsi di talune condizioni indicate nel medesimo documento.

A seguito della promozione dell'Offerta ICOP, ai sensi dell'articolo 103 del TUF, il Consiglio di Amministrazione di Trevi è tenuto a diffondere un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'Offerta ICOP e la propria valutazione motivata in merito alla stessa (il "**Comunicato dell'Emittente**"). A tal fine, il Consiglio di Amministrazione di Trevi ha conferito a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**") un incarico di consulenza finanziaria (l' "**Incarico**") finalizzato, inter alia, al rilascio di un parere sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo previsto dall'Offerta ICOP (la "**Fairness Opinion**" o il "**Parere**").

Si segnala che, in data 29 luglio 2026, Webuild S.p.A. ("**Webuild**") ha annunciato, mediante comunicazione diffusa ai sensi degli articoli 102, comma 1, del TUF, e dell'articolo 37 del Regolamento Emittenti, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (l' "**Offerta Webuild**") avente ad oggetto massime n. 62.300.536 azioni ordinarie dell'Emittente, pari a il 95,002% del capitale sociale, corrispondenti alla totalità delle azioni dell'Emittente in circolazione, dedotte le azioni già possedute da Webuild alla data di comunicazione di Webuild, pari al 4,998% del capitale dell'Emittente. L'Offerta Webuild prevede un corrispettivo interamente in contanti pari a Euro 4,50 per ciascuna azione dell'Emittente portata in adesione. L'Offerta Webuild, ove se ne verificano i presupposti ai sensi delle applicabili disposizioni di legge e regolamentari, si potrebbe configurare quale offerta concorrente all'Offerta ICOP. Si precisa che il presente Parere si esprime esclusivamente sull'Offerta ICOP e non tiene conto in alcun modo dell'Offerta Webuild.

Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società nell'ambito del processo decisionale relativo all'Offerta ICOP come rappresentata nel Documento di Offerta e si basa sull'assunto che l'Offerta ICOP venga posta in essere secondo termini e condizioni non significativamente difforni da quelli in esso rappresentati. In particolare, il Parere è basato sulle assunzioni riportate al Paragrafo 2.2.



Il Parere è stato redatto da Mediobanca a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione della Società che se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza nei limiti e termini contenuti nel presente Parere. Pertanto, il Parere: (i) non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso, salvo preventiva autorizzazione scritta di Mediobanca ovvero ove ciò sia richiesto da leggi o regolamenti o richieste specifiche di autorità competenti, mercato o altra autorità competente, fermo restando che è autorizzata sin da ora esclusivamente la pubblicazione di una copia integrale (e non per estratto) del presente Parere quale allegato del Comunicato dell'Emittente; (ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società e, pertanto, nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi, ivi inclusi gli azionisti di Trevi, sulla bontà e convenienza dell'operazione rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza. In particolare, il presente Parere non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società all'operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa.

Si precisa che Mediobanca opera in qualità di consulente finanziario e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione consulenziale di natura, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, legale, attuariale, contabile, fiscale, industriale, ambientale, tecnica. È espressamente escluso un qualsiasi potere del consulente finanziario di vincolare o condizionare in alcun modo il Consiglio di Amministrazione della Società nelle proprie decisioni in relazione all'operazione e il Parere si basa sul presupposto che l'Offerta ICOP e i termini e condizioni della stessa vengano valutati dai membri del Consiglio di Amministrazione della Società in autonomia di giudizio. Mediobanca riceverà ai sensi dell'Incarico una remunerazione: (i) per il rilascio del Parere, non condizionata al completamento dell'Offerta ICOP; (ii) per le ulteriori attività svolte in relazione al proprio ruolo di consulente finanziario della Società ai sensi dell'Incarico.

Mediobanca fa parte di un primario gruppo bancario che svolge, tra l'altro, attività di *investment banking*, *private banking*, *asset ed investment management*, servizi di consulenza finanziaria, attività di negoziazione titoli e attività di finanziamento per varie tipologie di soggetti e istituzioni. Nel corso del normale esercizio di tali attività, Mediobanca e/o le società appartenenti al medesimo gruppo bancario, potrebbero in certe occasioni effettuare operazioni e detenere posizioni in titoli (inclusi titoli derivati) o strumenti finanziari (inclusi debiti bancari o altre obbligazioni) di ICOP, della Società e/o dei loro soci e/o delle loro controllate e collegate, per conto proprio o per conto dei propri clienti. Mediobanca, negli ultimi due anni, ha svolto a favore della Società le seguenti attività, in relazione alle quali ha percepito compensi e/o commissioni: (i) attività di *capital markets*; (ii) attività di consulenza finanziaria. Mediobanca e/o le società del gruppo bancario al quale appartiene, inoltre, nel corso nell'ordinario svolgimento delle proprie attività, hanno intrattenuto e intrattengono una relazione creditizia con l'Offerente.

Le valutazioni condotte sono riferite (i) per Trevi, alla situazione economico patrimoniale consolidata alla data del 30 giugno 2026; e (ii) per ICOP, all'ultima situazione patrimoniale disponibile per ciascuna posta patrimoniale rilevante ai fini dell'analisi valutativa. Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle condizioni economiche e di mercato alla data dell'8 settembre 2026. Mediobanca ha basato le proprie analisi sul fatto che nel periodo compreso tra le ultime situazioni economico-patrimoniali disponibili e la data del Parere non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario di Trevi e ICOP. In ogni caso, in generale, è inteso che sviluppi successivi nelle condizioni di mercato così come in tutte le Informazioni utilizzate nei termini e condizioni dell'operazione, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Mediobanca, peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni ivi presenti, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle considerazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'utilizzo parziale del contenuto del Parere e/o l'utilizzo dello stesso per scopi diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto può comportare un'errata interpretazione, anche in maniera significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Parere e/o delle sue conclusioni. In nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame. In particolare, il presente Parere e le conclusioni in esso contenute non configurano la prestazione di servizi e attività di investimento, ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, come successivamente modificato ed integrato. Il Parere non costituisce né



un'offerta al pubblico, né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.

Alla luce delle considerazioni formulate dal *management* di Trevi circa la sostenibilità e conseguibilità delle sinergie prospettate da ICOP, le valutazioni espresse nel Parere sono state condotte in ottica *stand-alone* e di *going concern*, pertanto, i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari e/o operativi dell'Offerta ICOP. Inoltre, il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da Mediobanca anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni.

Inoltre, va rilevato che le analisi valutative sono state effettuate al solo scopo di valutare la congruità del Corrispettivo ICOP. Pertanto, con il presente Parere, Mediobanca non esprime alcun giudizio circa: (i) i valori economici e/o i prezzi di mercato pre o post operazione, che Trevi e ICOP potrebbero avere in futuro o in un contesto diverso rispetto a quello in esame, ivi incluso in ipotesi di realizzazione dell'Offerta ICOP con termini e condizioni diversi rispetto a quelli ad oggi proposti nel Documento d'Offerta, né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di Trevi e ICOP; o (ii) la situazione finanziaria e/o la solvibilità di Trevi e ICOP. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o parziale delle informazioni contenute nel Parere.

1. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico e nell'elaborazione del Parere, Mediobanca ha fatto riferimento a informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle varie metodologie valutative selezionate nonché a documenti, dati ed informazioni forniti dal *management* di Trevi, anche nel corso di sessioni con il *management* (complessivamente, le "**Informazioni**"), tra cui la seguente documentazione (la "**Documentazione Rilevante**"):

- a) Proiezioni economico-patrimoniali di Trevi per il periodo 2026-2029 approvate dal CdA della Società in data 29 marzo 2026 (il "**Piano Industriale di Trevi**"), in linea con la guidance resa nota al mercato;
- b) Stime elaborate da Trevi in relazione ai benefici fiscali derivanti dall'utilizzo delle attività per imposte anticipate (DTA), esclusivamente con riferimento a Trevi;
- c) Prezzi di borsa e volumi scambiati dai titoli di Trevi e ICOP per i mesi antecedenti alla pubblicazione del Comunicato ex art. 102 di ICOP;
- d) Relazioni finanziarie annuali e infra-annuali, comunicati stampa e presentazioni alla comunità finanziaria, ove disponibili, di Trevi e ICOP per l'esercizio 2025 e 2026;
- e) Comunicati stampa e Documento ex art. 102 relativi all'Offerta ICOP resi disponibili sul sito web di ICOP;
- f) Documento di Offerta approvato da Consob e pubblicato da ICOP in data 1° settembre 2026;
- g) Prospetto informativo approvato da Consob e pubblicato in data 1° settembre 2026 dall'Offerente in relazione all'Offerta ICOP e all'ammissione alle negoziazioni delle azioni ICOP sul mercato Euronext Milan;
- h) Proiezioni economico-finanziarie per il periodo 2026-2029 relative alle principali voci economiche e finanziarie di ICOP desunte dai report degli analisti di ricerca che coprono il titolo successivi alla pubblicazione del piano industriale ICOP in data 20 luglio (i "**Brokers' Consensus**");
- i) Per un campione di società ritenute comparabili a Trevi e ICOP, dati di mercato e informazioni relative a dati economici e patrimoniali attuali e di consensus disponibili attraverso i provider FactSet e Bloomberg al 8 settembre 2026;



- j) Report a cura di istituti di ricerca / analisi pubblicamente disponibili per quanto riguarda la stima di elementi specifici del calcolo del WACC (es. equity risk premium); e
- k) Altre informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate.

Sono stati inoltre realizzati approfondimenti con il *management* di Trevi finalizzati ad ottenere chiarimenti, *inter alia*, su: (i) le principali *assumption* sottostanti il Piano Industriale di Trevi, (ii) le stime elaborate da Trevi in relazione ai benefici fiscali derivanti dall'utilizzo delle attività per imposte anticipate (DTA), esclusivamente con riferimento a Trevi. Non sono stati, per contro, svolti confronti o interlocuzioni con il *management* di ICOP ai fini della predisposizione delle analisi contenute nel Parere.

Nell'espletamento dell'incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Mediobanca ha:

- (i) confidato (a) sulla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate, ivi inclusi la Documentazione Rilevante, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi, e (b) sul fatto che non vi siano dati, informazioni o fatti non rivelati la cui omissione renda ingannevoli le Informazioni;
- (ii) fatto affidamento (a) sugli aspetti legali, contabili, fiscali e tecnici dell'Offerta ICOP così come riportati nelle Informazioni e nella Documentazione Rilevante e (b) sul fatto che le proiezioni economico-patrimoniali incluse nel Piano Industriale di Trevi ricevuto da Mediobanca siano state preparate sulla base di assunzioni ragionevoli e che riflettano le stime più accurate possibili effettuate dal *management* in relazione allo sviluppo futuro del *business* e dei risultati economico-patrimoniali di Trevi.

Mediobanca non si assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per le proprie analisi e per l'elaborazione e la stesura del Parere.

2. Principali difficoltà e limiti della valutazione e assunzioni sottostanti il Parere

2.1 Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) Con riferimento alla metodologia di valutazione del Discounted Cash Flow:
 - le proiezioni economiche finanziarie incluse nel Piano Industriale Trevi, per loro natura, incorporano elementi di incertezza e dipendono dal verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni sottostanti;
 - con riferimento ai Brokers' Consensus per ICOP, si segnala il limitato numero di report di ricerca contenenti previsioni economico-finanziarie esplicite;
 - la disponibilità di un numero limitato di anni coperti da proiezioni esplicite implica che i risultati sono significativamente influenzati dalle assunzioni usate per il Terminal Value;
 - le risultanze delle analisi sono sensibili alle assunzioni sottostanti, inclusa la limitata liquidità delle società selezionate per il calcolo del tasso di sconto; l'adozione di scenari previsionali e assunzioni differenti potrebbero pertanto condurre a valori diversi.
- 2) Con riferimento alla metodologia di valutazione dei Multipli di Borsa:
 - l'affidabilità dei risultati dipende in misura rilevante dal grado di comparabilità tra Trevi/ICOP e le società selezionate sotto i profili operativi, finanziari e strategici, nonché dalla liquidità dei medesimi titoli;



- non risultano disponibili società quotate pienamente comparabili a Trevi e ICOP in termini di dimensione, diversificazione del business, posizionamento competitivo, profilo di crescita, esposizione geografica, struttura finanziaria e copertura da parte degli analisti finanziari;

2.2 Principali assunzioni sottostanti il Parere

In aggiunta a quanto riportato al precedente paragrafo 2.1, si rappresenta che ai fini della predisposizione del presente Parere sono state effettuate le seguenti principali assunzioni:

- a) nell'applicazione delle metodologie valutative, ove rilevante, sono stati utilizzati come riferimento i seguenti dati prospettici:
 - per quanto riguarda Trevi, si è fatto riferimento alle proiezioni economico-finanziarie incluse nel Piano Industriale di Trevi, comprensive delle stime relative al recupero delle DTA esclusivamente per Trevi stessa.
 - per quanto riguarda ICOP, si è fatto riferimento – su istruzione del *management* di Trevi – alle proiezioni economico-finanziarie 2026-2029 desunte dal *Brokers' Consensus*. Tale approccio riflette la valutazione del *management* di Trevi secondo cui le previsioni contenute nel piano industriale di ICOP incorporano tassi di crescita significativamente superiori alle aspettative di mercato e ritenuti non pienamente sostenibili nel medio-lungo periodo. Pur avendo elaborato proprie stime di ICOP riviste sulla base dell'esperienza operativa e dei trend di settore (ulteriormente conservative rispetto alle stime degli analisti), il *management* di Trevi ha ritenuto opportuno adottare, in un'ottica prudentiale, i *Brokers' Consensus*;
- b) l'assenza di attribuzione di valore ai potenziali benefici derivanti dalle eventuali sinergie industriali e operative prospettate dall'Offerente, tenuto conto delle valutazioni formulate dal *management* della Società in merito alla sostenibilità e conseguibilità delle stesse;
- c) l'assenza di mutamenti sostanziali all'attuale quadro normativo e regolamentare nonché macroeconomico e finanziario.

Occorre pertanto segnalare che, qualora, successivamente alla data di emissione del Parere, si manifestino modifiche rispetto a quanto sopra ipotizzato, le conclusioni del Parere potrebbero modificarsi anche in maniera significativa. Mediobanca, come già indicato in premessa, peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

Le analisi relative alle stime del valore del capitale economico per azione di Trevi e ICOP hanno come unica finalità l'analisi del Corrispettivo ICOP, ovvero del rapporto di scambio; pertanto, tali valori per azione non possono e non dovranno essere paragonati a valutazioni nel contesto di operazioni di M&A, né dovranno essere intesi come valutazioni a sé stanti delle due società.

3. Individuazione del percorso valutativo condotto e della congruità del Corrispettivo ICOP

3.1 Finalità del parere: tratti caratteristici delle valutazioni

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri comporta, infatti, la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal parere stesso nella sua interezza.

3.2 Il percorso valutativo

3.2.1 Metodologie valutative

Tenuto conto, oltre che delle Informazioni disponibili, della tipologia di operazione, del settore di riferimento in cui operano Trevi e ICOP, delle caratteristiche specifiche delle società e della tipologia di operatività delle stesse, della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali, i metodi individuati sono i seguenti entrambi considerati quali metodi principali.

a) Discounted Cash Flow;

b) Multipli di Borsa.

Non sono stati considerati ai fini della determinazione del Parere, il metodo dell'andamento dei prezzi di Borsa e dell'analisi storica dei premi applicati nelle offerte pubbliche precedenti rispetto al prezzo di mercato dei titoli oggetto d'offerta, in quanto tali metodologie evidenziano significativi limiti di applicabilità.

In particolare, l'analisi dell'andamento dei prezzi di Borsa è impattata significativamente dalla ridotta liquidità del titolo ICOP e, per Trevi, dall'influenza dell'Aumento di Capitale sulle medie dei prezzi ponderate per i volumi scambiati. L'analisi storica dei premi applicati nelle offerte pubbliche precedenti (di "acquisto e scambio" e "scambio"), d'altro canto, risente della limitata comparabilità tra l'Offerta ICOP e le operazioni incluse nel campione selezionato e del numero relativamente contenuto delle operazioni in esame.

Si segnala infine che data la limitata copertura del titolo Trevi da parte degli analisti di ricerca (un solo broker), la metodologia dei Prezzi Obiettivo non è stata considerata in ragione della limitata significatività informativa.

3.2.2 Metodo del Discounted Cash Flow

Come metodo principale ai fini della valorizzazione relativa di Trevi e di ICOP è stato selezionato il DCF. Tale metodo è riconosciuto dalla dottrina e dalla prassi internazionale come il metodo più analitico e l'unico, fra i metodi selezionati, in grado di recepire pienamente le proiezioni economico-finanziarie delle due società.

Il Metodo del Discounted Cash Flow porta ad esprimere il "valore della società" (MV) come differenza tra il valore attuale netto delle sue attività operative (EV), il valore di mercato del suo debito finanziario netto, l'eventuale patrimonio di terzi, il trattamento di fine rapporto (TFR) ed eventuali ulteriori poste assimilabili a debito/cassa, in linea con la prassi valutativa.

L'EV è uguale alla somma del:

- valore dei "flussi di cassa unlevered disponibili" (**FCFun**) per il periodo esplicito ("n") scontati al "costo medio ponderato del capitale" (**WACC**);
- valore terminale ("**Terminal Value**" o "**TV**"): per la stima di questo ultimo si è soliti scontare all'infinito il FCFun dell'ultimo periodo, debitamente normalizzato per rettificare l'impatto di poste non ricorrenti, ad un tasso di attualizzazione pari a quello usato per gli altri flussi ed eventualmente corretto per un coefficiente di crescita ("g").

Ai fini del presente Parere si è utilizzato quale periodo esplicito l'arco temporale compreso tra il 30 giugno 2026 e il 31 dicembre 2029 (il "**Periodo Esplicito**") sulla base: (i) per Trevi, delle proiezioni economico-patrimoniali incluse nel Piano Industriale di Trevi; e (ii) per ICOP – su istruzione del management di Trevi – delle proiezioni economico-finanziarie 2026-2029 desunte dal Brokers' Consensus.

In termini sintetici, la formalizzazione di quanto sopra esposto si può rappresentare nel modo seguente:

$$EV = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCF_{un_t}}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right]$$

Il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) ovvero il "costo medio ponderato del capitale" è stato calcolato sulla base della formula finanziaria che considera come parametri il costo del

debito, il costo dell'*equity* e la struttura finanziaria target della società oggetto di valutazione; dove il costo dell'*equity* è stato calcolato sulla base dell'usuale formula del *Capital Asset Pricing Model*.

Il *Terminal Value* ovvero il "valore residuo" è stato calcolato come capitalizzazione illimitata del FCFun atteso all'anno n-esimo, sulla base della formula di Gordon.

È stata successivamente svolta un'analisi di sensitività di *g* e del costo medio ponderato del capitale al fine di definire il range di valutazione.

Al fine di determinare il valore dell'*Equity Value* di Trevi, l'EV è stato rettificato per (i) il debito finanziario netto, (ii) il patrimonio di terzi, (iii) il TFR, (iv) ulteriori poste assimilabili a cassa (*Associates*), e (v) le DTA.

Al fine di determinare il valore dell'*Equity Value* di ICOP, l'EV è stato rettificato per (i) il debito finanziario netto, (ii) il patrimonio di terzi, (iii) il TFR, e (iv) ulteriori poste assimilabili a cassa (*Associates*).

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo del DCF si ottiene un range dei rapporti di scambio compreso tra 0,241x e 0,347x.

3.2.3 Metodo dei Multipli di Borsa

Il metodo dei Multipli di Borsa è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione del criterio si calcolano una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

L'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa si articola nelle seguenti fasi: (i) selezione del campione di riferimento e verifica della sua rappresentatività; (ii) determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa; (iii) identificazione dei rapporti fondamentali ritenuti significativi per il settore oggetto di analisi; e (iv) determinazione dei Multipli di Borsa per le società incluse nel campione e conseguente determinazione del valore teorico attribuito dal mercato alle società oggetto di analisi.

Una delle ipotesi fondamentali alla base di tale metodologia è l'affinità fra la società oggetto di valutazione e le società selezionate per il campione di confronto. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione. La scelta dei multipli avviene in base alle caratteristiche del settore nel quale operano le società oggetto di valutazione. Per quanto concerne l'identificazione dei valori economici di Trevi e ICOP sono stati utilizzati i moltiplicatori EV / EBITDA ed EV / EBIT, anche tenuta in considerazione l'attuale prassi di mercato per questo settore utilizzata dagli analisti di ricerca.

L'analisi è stata condotta facendo riferimento alle stime 2027, in quanto rappresenta (i) l'unico esercizio per il quale risultano disponibili tutte le stime per il panel di società quotate operanti nei settori di riferimento per ICOP; e (ii) per Trevi, il primo anno che riflette compiutamente l'attuazione della strategia delineata nel Piano Industriale di Trevi approvato; i multipli per anni successivi al 2027 sono stati ritenuti scarsamente significativi, in considerazione della minore attendibilità e maggiore variabilità che generalmente caratterizzano le stime di consensus per gli anni prospettici più lontani nel tempo.

Nel caso di specie, alla luce delle diverse attività svolte da Trevi e ICOP, nel calcolo dei multipli medi si è tenuto in considerazione il peso del contributo rispettivamente delle divisioni di Soil Machinery (Trevi) e Microtunneling (ICOP).

Per la definizione dei prezzi di Borsa delle comparabili selezionate, sono stati utilizzati i prezzi di chiusura medi -1 mese alla data del 8 settembre 2026.

Al fine di determinare il valore dell'*Equity Value* di Trevi, l'EV è stato rettificato per (i) il debito finanziario netto, (ii) il patrimonio di terzi, (iii) il TFR, (iv) ulteriori poste assimilabili a debito finanziario (debito per leasing) o a cassa (*Associates*), e (v) le DTA.



MEDIOBANCA

Banca di Credito Italiano SpA

Al fine di determinare il valore dell'Equity Value di ICOP, l'EV è stato rettificato per (i) il debito finanziario netto, (ii) il patrimonio di terzi, (iii) il TFR, (iv) ulteriori poste assimilabili a debito finanziario (debito per leasing) o a cassa (Associates).

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa si ottiene un range dei rapporti di scambio compreso tra 0,215x e 0,313x.

4. Conclusioni

Sulla base di tutto quanto sopra esposto, si ritiene che nel contesto dell'Offerta ICOP, il Corrispettivo, sia non congruo da un punto di vista finanziario.

L'emissione del presente Parere è stata specificatamente approvata dal Comitato Fairness Opinion di Mediobanca.

MEDIOBANCA

Francesco Bosco
Managing Director

Andrea Giorgianni
Managing Director

Allegato B

***Fairness opinion* di Vitale**

Spettabile

Trevi - Finanziaria Industriale S.p.A.

Via Larga di Sant'Andrea n. 201

47522 Cesena (FC)

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Milano, 10 settembre 2026

Egregi Signori,

con comunicazione diffusa in data 28 giugno 2026 (la "**Comunicazione**") ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 102, comma 1, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (il "**TUF**") e dell'art. 37 del regolamento adottato dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("**CONSOB**") con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (il "**Regolamento Emittenti**"), I.CO.P. S.p.A. Società Benefit (l' "**Offerente**" o "**ICOP**") ha reso noto di aver assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti (l' "**Offerta**"), avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie (le "**Azioni**") di Trevi - Finanziaria Industriale S.p.A. ("**Trevi**", l' "**Emittente**" o la "**Società**") ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("**Borsa Italiana**").

In particolare, l'Offerta ha a oggetto massime n. 65.578.216 Azioni, rappresentanti il 100% del capitale sociale dell'Emittente (le "**Azioni Oggetto dell'Offerta**").

Per ciascuna Azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta, l'Offerente riconoscerà un corrispettivo unitario, non soggetto ad aggiustamenti (fatto salvo per quanto di seguito indicato), pari a n. 0,133 azioni ordinarie dell'Offerente, prive del valore nominale, di nuova emissione, aventi godimento regolare (il "**Corrispettivo**"). Pertanto, per ogni n. 1.000 Azioni portate in adesione all'Offerta saranno corrisposte n. 133 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione. Per il trattamento delle eventuali parti frazionarie derivanti dall'applicazione del Corrispettivo alle Azioni portate in adesione all'Offerta da un aderente, si rimanda al Documento di Offerta (come *infra* definito).

L'Offerta è finalizzata a conseguire l'integrazione strategica tra l'Offerente e l'Emittente e, ricorrendone le condizioni, la revoca delle Azioni dell'Emittente dalla quotazione su Euronext Milan (il "**Delisting**").

Si segnala che l'Offerta configura un *reverse take over* ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Euronext Growth Milan.

In data 18 luglio 2026, l'Offerente ha depositato presso CONSOB il documento di offerta relativo all'Offerta (il "**Documento di Offerta**") ai sensi dell'art. 102 del TUF e delle disposizioni di attuazione del Regolamento Emittenti.

In data 29 luglio 2026 Webuild S.p.A. ("**Webuild**") ha reso noto di aver assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF (l' "**Offerta Webuild**"), avente ad oggetto la totalità delle Azioni, ivi incluse le azioni proprie eventualmente detenute dall'Emittente ed escluse in ogni caso le azioni ordinarie dell'Emittente già possedute da Webuild. Per ciascuna Azione portata in adesione all'Offerta Webuild, Webuild riconoscerà un corrispettivo unitario, interamente in contanti, pari ad Euro 4,50.



Sulla base di quanto indicato da Webuild, l'Offerta Webuild, ove se ne verifichino i presupposti ai sensi delle applicabili disposizioni di legge e regolamentari, si potrebbe configurare quale offerta concorrente rispetto all'Offerta ai sensi degli artt. 103, comma 4, lett. d), del TUF e 44 del Regolamento Emittenti.

In data 20 agosto 2026 il Consiglio di Amministrazione di ICOP ha deliberato l'aumento di capitale al servizio dell'Offerta in esecuzione della delega - conferita in data 28 luglio 2026 da parte dell'assemblea degli azionisti - di aumento di capitale ex art. 2443 del Codice Civile da liberarsi mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle Azioni dell'Emittente portate in adesione all'Offerta e, dunque, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile. La medesima assemblea degli azionisti dell'Offerente ha altresì approvato il progetto di ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della Società sul mercato regolamentato Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana, con contestuale revoca delle stesse dalle negoziazioni su Euronext Growth Milan.

Borsa Italiana, in data 31 agosto 2026, ha disposto l'ammissione a quotazione su Euronext Milan e la contestuale esclusione dalle negoziazioni su Euronext Growth Milan delle azioni di ICOP in circolazione. Pertanto, all'esito della quotazione su Euronext Milan, gli aderenti all'Offerta riceveranno come corrispettivo azioni quotate su un mercato regolamentato.

In relazione alle azioni ICOP, relativamente all'Offerta e all'ammissione alle negoziazioni delle azioni di ICOP sul mercato Euronext Milan, da assegnarsi agli azionisti dell'Emittente che aderiranno all'Offerta, l'Offerente ha pubblicato, in data 1 settembre 2026, ai sensi dell'articolo 14-bis del Regolamento (UE) 1129/2017 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, il prospetto informativo ("**Prospetto Informativo**").

In data 1 settembre 2026, CONSOB ha approvato il Documento di Offerta.

Vitale & Co. S.p.A. ("**Vitale**") è stata nominata dal Consiglio di Amministrazione di Trevi quale *advisor* finanziario indipendente ai fini della redazione di un parere (il "**Parere**") in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo riconosciuto dall'Offerente nell'ambito dell'Offerta. L'incarico a Vitale (l' "**Incarico**") è stato formalizzato in data 7 agosto 2026 e si intende qui espressamente ed integralmente richiamato ai fini della disciplina dei termini e delle condizioni che regolano il rapporto in forza del quale è reso il presente Parere. In particolare, Vitale, in qualità di consulente finanziario del Consiglio di Amministrazione della Società in relazione all'Offerta, sarà remunerata per i servizi resi, remunerazione che sarà corrisposta successivamente alla consegna del Parere. Vitale, inoltre, potrà in futuro fornire servizi di consulenza finanziaria alla Società o all'Offerente e ai rispettivi azionisti per i quali potranno essere corrisposte ulteriori specifiche commissioni.

Si segnala che Vitale, con il medesimo Incarico, è stata nominata *advisor* finanziario indipendente del Consiglio di Amministrazione di Trevi anche ai fini della redazione di un parere in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo che verrà riconosciuto nell'ambito dell'Offerta Webuild.

1 - Azionariato dell'Emittente e descrizione dell'Offerta

Alla data del Parere, il capitale sociale dell'Emittente è suddiviso in n. 65.578.216 Azioni, prive dell'indicazione espressa del valore nominale, e l'azionariato, secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, risulta essere il seguente.

Handwritten signature and initials in blue ink.

Azionista	Percentuale di partecipazione al capitale sociale
CDP Equity S.p.A.	21,3%
Polaris Capital Management	6,6%
Praude Asset Management	14,0%
Altri azionisti	58,1%
Totale	100,0%

Sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, Webuild risulta titolare di una partecipazione pari al 4,99% del capitale sociale dell'Emittente.

Sulla base di quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerente non detiene, direttamente o indirettamente, alcuna Azione e l'Emittente non detiene Azioni proprie.

Sempre sulla base di quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Emittente non ha in circolazione strumenti di debito convertibili, *warrant* e/o strumenti finanziari che attribuiscono diritti di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nelle assemblee ordinarie e straordinarie degli azionisti dell'Emittente, né altri strumenti finanziari che possano conferire a terzi il diritto di acquisire Azioni o anche solo il diritto di voto, anche limitato, relativo ad Azioni.

L'Offerente si riserva il diritto di acquistare Azioni al di fuori dell'Offerta nei limiti previsti dalla normativa applicabile. Eventuali acquisti o accordi finalizzati all'acquisto effettuati al di fuori dell'Offerta saranno resi noti al mercato ai sensi dell'art. 41, comma 2, lett. c), del Regolamento Emittenti. Conseguentemente, il numero delle Azioni Oggetto dell'Offerta sarà automaticamente ridotto in misura pari agli acquisti eventualmente effettuati dall'Offerente al di fuori dell'Offerta.

L' Offerente pagherà a ciascun azionista aderente all'Offerta il Corrispettivo.

Il Corrispettivo è stato determinato nel presupposto che, prima della data di pagamento dello stesso:

- i. l'Emittente e/o l'Offerente non approvino o diano corso ad alcuna distribuzione ordinaria (ivi inclusi acconti sui dividendi) o straordinaria di dividendi prelevati da utili e/o altre riserve; e
- ii. l'Emittente non approvi o dia corso ad alcuna operazione sul proprio capitale sociale (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni (incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni).

Qualora, prima della data di pagamento del Corrispettivo, l'Emittente e/o l'Offerente dovessero pagare un dividendo (ivi incluso un acconto sui dividendi) e/o effettuare una distribuzione di riserve ai propri azionisti, o comunque fosse staccata dalle Azioni e/o dalle azioni dell'Offerente, a seconda del caso, la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati rispettivamente dall'Emittente e/o dall'Offerente, il Corrispettivo sarà aggiustato per tenere conto del dividendo distribuito (ovvero del relativo acconto) ovvero della riserva distribuita.

Le azioni dell'Offerente di nuova emissione, da consegnarsi agli aderenti all'Offerta quale Corrispettivo, avranno godimento regolare e le medesime caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla chiusura del 26 giugno 2026 (la "**Data di Riferimento**"), ultimo giorno di Borsa aperta anteriore alla data della Comunicazione, pari a Euro 31,300, il Corrispettivo esprime una valorizzazione monetaria pari a Euro 4,163 per ciascuna Azione e, pertanto, incorpora un premio pari al 20,1% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni alla Data di Riferimento, un premio pari al 21,9% ed al 28,9% rispetto alla media aritmetica ponderata sui volumi dei prezzi ufficiali registrati dalle Azioni, rispettivamente, in ciascuno dei 1 (uno) e 3 (tre) mesi antecedenti la Data di Riferimento (inclusa) ed

uno sconto del 2,6% e del 6,2% rispetto alla media aritmetica ponderata sui volumi dei prezzi ufficiali registrati dalle Azioni, rispettivamente, in ciascuno dei 6 (sei) e 12 (dodici) mesi antecedenti la Data di Riferimento (inclusa).

Se tutte le Azioni oggetto dell'Offerta dovessero essere portate in adesione, un massimo di n. 8.721.903 azioni di nuova emissione di ICOP, rappresentative di circa il 21,5% del capitale sociale di ICOP assumendo che l'aumento di capitale al servizio dell'Offerta sia stato interamente sottoscritto (*fully diluted*), saranno emesse a favore degli azionisti di Trevi.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla Data di Riferimento, pari a Euro 31,300, il controvalore complessivo dell'Offerta, sempre in caso di integrale adesione, sarà di Euro 272.995.563,9.

L'Offerta è subordinata al verificarsi di talune condizioni di efficacia (le "**Condizioni di Efficacia**") indicate nel Documento di Offerta, al quale si rimanda, fra le quali che (i) l'Offerente venga a detenere, all'esito dell'Offerta - per effetto delle adesioni alla stessa e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile - una partecipazione pari ad almeno il 66,67% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente (la "**Condizione Soglia**"), e (ii) entro il secondo giorno di Borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, il contratto di finanziamento stipulato in data 28 maggio 2026 tra l'Emittente e il *pool* di banche finanziatrici per un importo complessivo di Euro 180 milioni (il "**Contratto di Finanziamento**") sia valido ed efficace e, con riferimento allo stesso: (a) non siano intervenuti eventi di inadempimento (*events of default*) o potenziali eventi di inadempimento ai sensi delle relative previsioni contrattuali; (b) non siano stati esercitati, da parte di uno o più istituti finanziari, diritti di recesso, risoluzione, decadenza dal beneficio del termine, sospensione o accelerazione del rimborso ovvero che le banche finanziatrici abbiano assunto l'impegno nei confronti dell'Offerente a rinunciare a qualsivoglia facoltà di richiedere il rimborso anticipato in caso di cambio di controllo, all'esito del perfezionamento dell'Offerta, ed eventuale Delisting di Trevi; (c) non siano intervenute modifiche, rinunce o deroghe (*amendments, waivers or consents*) dei termini e delle condizioni del Contratto di Finanziamento, che abbiano o possano avere effetti sostanzialmente pregiudizievoli sulla situazione finanziaria, patrimoniale o economica dell'Emittente e/o delle sue società direttamente o indirettamente controllate rispetto a quella risultante dalla relazione finanziaria annuale consolidata al 31 dicembre 2025 o alla più recente relazione finanziaria periodica approvata (la "**Condizione Finanziamento**"). Con riferimento alla Condizione Finanziamento, si specifica che l'Offerente si riserva la facoltà di rinunciare alla stessa, entro il secondo giorno di Borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, solo qualora uno o più istituti finanziari - anche diversi dalle banche finanziatrici del Contratto di Finanziamento - abbiano assunto nei confronti di ICOP l'impegno a rifinanziare il debito residuo derivante dal Contratto di Finanziamento, con una scadenza non inferiore a quella del Contratto di Finanziamento (i.e. 2031).

Fatto salvo quanto previsto in merito alla Condizione Finanziamento, l'Offerente si riserva la facoltà di modificare e/o rinunciare, in tutto o in parte, a, ovvero invocare il mancato avveramento integrale di, una o più delle Condizioni di Efficacia, dandone comunicazione nelle forme prescritte dalla legge.

2 – Motivazioni dell'Offerta

L'Offerta è promossa su base volontaria ed è finalizzata a conseguire l'integrazione strategica tra l'Offerente e l'Emittente e, per il tramite di essa, la creazione di un operatore di rilievo internazionale nel settore delle fondazioni speciali e dell'ingegneria del sottosuolo. In particolare, l'Offerente ritiene che l'operazione permetterà di i) creare un *leader* internazionale nelle fondazioni speciali, ii) dar vita ad un campione internazionale italiano, iii) valorizzare il capitale umano delle due organizzazioni, iv) beneficiare della complementarità geografica e dell'accesso immediato a nuovi mercati, v) generare sinergie e creare valore, vi) beneficiare di capacità di innovazione e nuove opportunità di investimento in ricerca e sviluppo, vii) rafforzare il profilo finanziario combinato, e viii) beneficiare dell'attuale finestra di opportunità favorevole.

Secondo quanto riportato nel Documento di Offerta, ICOP stima che il perfezionamento dell'Offerta permetterà di generare sinergie a regime, a decorrere dal quarto anno dal perfezionamento dell'operazione,

4



comprese tra Euro 120 milioni ed Euro 140 milioni di ricavi addizionali annuali e tra Euro 55 milioni ed Euro 75 milioni di *Ebitda* addizionale all'anno (le "**Sinergie**"). Il pieno raggiungimento delle Sinergie risulterà possibile al raggiungimento della Condizione Soglia. In caso di mancato raggiungimento della Condizione Soglia e di eventuale rinuncia alla stessa da parte dell'Offerente, i programmi futuri e le iniziative industriali dell'Offerente sarebbero necessariamente calibrati in funzione della partecipazione effettivamente detenuta all'esito dell'Offerta e della possibilità o meno di esercitare il controllo su Trevi.

Con comunicato stampa emesso il 1° luglio 2026, il Consiglio di Amministrazione di Trevi ha precisato che l'Offerta non è stata in alcun modo sollecitata, né preventivamente discussa o concordata con l'Offerente ed ha rilevato - all'unanimità - che l'Offerta non riflette il percorso di creazione di valore intrapreso, né le prospettive future della Società, come delineate nel Piano Gruppo Trevi (come *infra* definito).

Nel caso in cui, all'esito dell'Offerta - per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima - l'Offerente venisse a detenere una partecipazione complessiva pari o superiore al 90% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente ha dichiarato la propria intenzione di esercitare il diritto di acquistare le residue Azioni dell'Emittente in circolazione ai sensi dell'articolo 111 del TUF e, nel caso previsto dall'articolo 108, comma 2, del TUF, la propria intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle Azioni.

Sussistendone i presupposti ai sensi dell'articolo 108, commi 1 o 2, del TUF, l'Offerente adempierà altresì all'obbligo di acquistare le rimanenti Azioni dell'Emittente dagli azionisti che ne facciano richiesta, ai sensi dell'art. 108, commi 1 o 2, del TUF, dando pertanto corso a un'unica procedura.

Nel caso in cui l'Offerta si perfezioni (e, pertanto, le Condizioni di Efficacia si avverino ovvero siano rinunciate da parte dell'Offerente), ma il Delisting non sia conseguito a esito dell'Offerta, l'Offerente si riserva di valutare di conseguire il Delisting mediante fusione di Trevi nell'Offerente ovvero in una società non quotata direttamente o indirettamente controllata dall'Offerente, subordinatamente all'approvazione della fusione da parte dei competenti organi sociali, nei tempi e secondo le modalità necessarie per adempiere a tutte le disposizioni di legge applicabili.

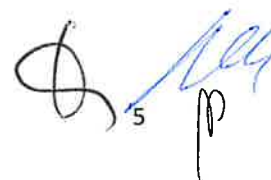
Inoltre, in caso di perfezionamento dell'Offerta, subordinatamente all'avveramento ovvero alla rinuncia alle Condizioni di Efficacia, l'Offerente non esclude altresì la possibilità di valutare in futuro, a propria discrezione, l'opportunità di porre in essere eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o riorganizzazioni societarie e aziendali che possano essere ritenute opportune in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, nonché con gli obiettivi di rafforzamento di Trevi, sia nel caso in cui il Delisting sia conseguito sia nel caso in cui lo stesso non sia conseguito, quali, a mero titolo esemplificativo, acquisizioni, cessioni, fusioni, scissioni che coinvolgano l'Emittente ovvero taluni suoi asset o rami d'azienda, e/o aumenti di capitale.

3 – Limitazioni e qualificazioni

Il presente Parere è reso da Vitale esclusivamente a beneficio del Consiglio di Amministrazione della Società in relazione all'Offerta, mentre non è rilasciato per conto - né a beneficio - degli azionisti della Società, dell'Offerente o di alcun altro soggetto.

Inoltre, il Parere ha ad oggetto soltanto la congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo previsto ai sensi dell'Offerta e non valuta alcun altro aspetto od implicazione dell'Offerta, ivi compresa, a titolo esemplificativo e non esaustivo, qualsiasi problematica di natura contabile, legale, fiscale, regolamentare, industriale ovvero la struttura dell'Offerta.

Il Parere non costituisce una raccomandazione, né tantomeno deve essere inteso come tale, ad aderire all'Offerta o in relazione alle modalità ai sensi delle quali gli azionisti della Società dovrebbero votare ovvero agire in relazione all'Offerta.



Il Parere o parti dello stesso non possono, inoltre, essere riprodotti e/o divulgati, in qualsiasi forma, senza il preventivo assenso scritto di Vitale salvo che per adempiere a obblighi comunicativi di natura regolamentare ed in tal caso il Parere dovrà essere considerato nella sua interezza.

I risultati delle analisi effettuate non possono in alcun modo essere considerati quali stime del valore economico e/o di mercato delle azioni della Società e/o dell'Offerente in contesti e per finalità differenti da quelli del presente Parere, né possono essere considerati indicativi di valori realizzabili in altre operazioni straordinarie aventi ad oggetto le azioni della Società e/o dell'Offerente, ovvero singoli beni o attività della stessa.

Si segnalano inoltre le ulteriori qualificazioni e limitazioni di seguito riassunte:

- (i) l'Incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile, né un esame dei controlli interni, né una procedura di *impairment* o altre procedure di verifica. Vitale, inoltre, non ha effettuato alcuna verifica o indagine di natura contabile, fiscale, legale, commerciale, industriale e amministrativa. Di conseguenza, Vitale non esprime alcun parere né alcuna forma di certificazione sui bilanci (civilistici e/o consolidati) e/o su qualsiasi altra informazione finanziaria (attuale e prospettica) e/o sui controlli operativi o interni e/o su dati e aspetti di natura industriale della Società, dell'Offerente, del gruppo facente capo alla Società (il "**Gruppo Trevi**") e del gruppo facente capo all'Offerente (il "**Gruppo ICOP**");
- (ii) l'Incarico non comprende alcuna valutazione indipendente ed autonoma dei possibili valori di realizzo di attività o di sussistenza di rischi di esborso associati a passività, ancor solo potenziali, di pertinenza della Società, del Gruppo Trevi, di ICOP e del Gruppo ICOP;
- (iii) ai fini della predisposizione del Parere, si è assunto che l'Offerta sarà realizzata in conformità e con i termini e le condizioni di cui al Documento di Offerta, senza modifiche di alcun termine sostanziale della stessa;
- (iv) le analisi effettuate sono state compiute in ipotesi di continuità aziendale della Società, del Gruppo Trevi, di ICOP e del Gruppo ICOP, nonché in ipotesi di condizioni "normali" di funzionamento degli stessi (astruendo quindi da eventi non ricorrenti e non previsti di gestione), con riferimento alla situazione in atto alla data del Parere. Allo stesso tempo, le analisi effettuate sono state compiute, oltre che sulla base del quadro normativo vigente e sulle altre condizioni generali di contesto prevalenti alla data di redazione del Parere, assumendo condizioni "normali" di funzionamento dei mercati finanziari (e prescindendo, fra l'altro, da specifiche considerazioni in relazione a potenziali impatti derivanti dai conflitti fra Russia e Ucraina ed in Medio Oriente e da ogni altra tensione internazionale, nonché dalle politiche tariffarie dell'amministrazione degli Stati Uniti d'America e ogni evoluzione derivante dalle stesse);
- (v) per sua natura una valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stime in cui sono riflessi anche elementi di soggettività e di incertezza. Non esistendo quindi un unico valore, è prassi presentare le conclusioni delle analisi all'interno di un intervallo di valori.

Quanto segue rappresenta un riassunto delle analisi economiche e finanziarie più rilevanti condotte da Vitale in relazione all'Incarico. Tale riassunto, tuttavia, non rappresenta in alcun modo una descrizione completa delle analisi condotte da Vitale. La predisposizione di una valutazione, infatti, è un processo articolato che comprende l'analisi di molteplici temi e l'utilizzo di tecniche di stima complesse.

Le conclusioni esposte nel presente Parere si fondano sul complesso delle indicazioni e valutazioni ivi in sintesi richiamate, oltre che sulle ulteriori analisi e considerazioni effettuate. In ogni caso, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre parti.

Infine, tenuto conto della natura e delle finalità del lavoro svolto e riassunto nel Parere, nulla di quanto esposto nel Parere stesso rappresenta, o può essere interpretato come, una previsione, né tanto meno una garanzia, circa l'esito dell'Offerta.



4 - Informazioni utilizzate

Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla formulazione del presente Parere, Vitale si è basata su informazioni e dati messi a disposizione dalla Società o dal *management* dell'Emittente (il "**Management**") nonché su informazioni pubblicamente disponibili.

In particolare, per i dati prospettici utilizzati per le sue analisi, Vitale, come indicato dal Management, ha fatto riferimento (i) per quanto riguarda il Gruppo Trevi alle proiezioni del piano industriale 2026-2029 approvato in data 29 marzo 2026 dal Consiglio di Amministrazione di Trevi (il "**Piano Gruppo Trevi**") e (ii) per quanto riguarda il Gruppo ICOP alle proiezioni 2026 -2029 rappresentate nei più recenti *report* pubblicati dagli analisti di mercato che seguono il titolo ICOP (le "**Stime Gruppo ICOP**"), considerando che le *guidelines* pubbliche del piano industriale 2026-2029 approvato dal Consiglio di Amministrazione di ICOP in data 19 luglio 2026 (le "**Guidelines ICOP**") risultano essere parziali ed evidenziano tassi di crescita significativamente superiori alle stime di mercato fornite dal Management.

Vitale ha assunto che il Piano Gruppo Trevi esprima una visione accurata e completa delle prospettive economico-finanziarie del Gruppo Trevi allo stato prevedibili e che non sia stato omissivo il riferimento ad alcun dato, riferimento o situazione che possa, anche solo potenzialmente, influenzare in modo significativo i dati e le informazioni forniti.

Inoltre, nel contesto di colloqui avvenuti con il Management sono state discusse, fra l'altro, le aspettative di medio-lungo periodo oltre l'orizzonte dei due piani, nonché alcune poste relative al cd. *bridge to equity*, utile per identificare il cd. *equity value*.

Si segnala, in ogni caso, che i dati prospettici sono per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili, tra l'altro, al mutamento di variabili macroeconomiche, a fenomeni esogeni all'azienda, nonché basati anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni di organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno.

In particolare, ai fini delle analisi effettuate si sono prese in considerazione, tra l'altro, le seguenti informazioni:

- le *corporate presentation*, i bilanci consolidati annuali e le situazioni infrannuali dell'Emittente e dell'Offerente e le presentazioni presenti sui siti *internet* della Società e dell'Offerente nelle sezioni *Investor Relations*;
- il Comunicato e i comunicati dell'Offerente e dell'Emittente successivi al Comunicato, incluso il comunicato relativo ai risultati del primo semestre 2026 del Gruppo Trevi e il comunicato relativo ai risultati preliminari del primo semestre 2026 del Gruppo ICOP;
- le Guidelines ICOP;
- la documentazione relativa all'assemblea degli azionisti di ICOP del 28 luglio 2026 presente sul sito *internet* dell'Offerente;
- la comunicazione diffusa da Webuild in data 29 luglio 2026 ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti;
- il Documento di Offerta;
- il Prospetto Informativo;
- il numero di azioni dell'Emittente emesse ed in circolazione alla data del Documento di Offerta;
- il numero di azioni dell'Offerente emesse ed in circolazione alla data del Documento di Offerta;
- l'azionariato dell'Emittente;
- l'azionariato dell'Offerente;
- il Piano Gruppo Trevi;
- l'*Independent Business Review* del Piano Gruppo Trevi redatta da Alvarez & Marsal;
- le Stime Gruppo ICOP;

- alcune ulteriori informazioni economico-finanziarie dell'Emittente fornite dal Management, anche al fine di predisporre il *bridge to equity*, fra cui le stime elaborate dal Management di Trevi in relazione ai benefici fiscali derivanti dall'utilizzo delle attività per imposte anticipate (DTA);
- l'analisi qualitativa elaborata dal Management di Trevi sulle Sinergie prospettate da ICOP;
- i *report* degli analisti di mercato che seguono i titoli dell'Emittente e dell'Offerente;
- le informazioni pubbliche relative a campioni di società quotate operanti nei settori di riferimento di Trevi ed ICOP, ovvero *General Contractors & Specialized* (Trevi/ICOP), *Microtunneling* (ICOP) e *Soil Machinery* (Trevi) e l'andamento dei prezzi di Borsa dei titoli di tali società nonché le stime sui risultati futuri elaborate dagli analisti di mercato come desunte dalla banca dati Factset;
- i documenti pubblicati sul sito CONSOB relativi a talune precedenti offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio promosse in Italia a partire dal 2023;
- tutte le altre informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini delle analisi e dell'applicazione delle metodologie di valutazione adottate e delle analisi effettuate.

Durante tutto lo svolgimento dell'Incarico, Vitale ha confidato sulla veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni indicate in precedenza. Inoltre, in coerenza con la prassi e con i termini dell'Incarico, Vitale non ha svolto alcuna *due diligence* o altra verifica autonoma in merito all'attendibilità di tali informazioni, né ha verificato la validità dei rapporti giuridici sottesi all'attività svolta dalla Società, dal Gruppo Trevi, dall'Offerente e dal Gruppo ICOP ed in base ai quali sono state elaborate le informazioni acquisite. Pertanto, Vitale non assume alcuna responsabilità in relazione ai dati ed alle informazioni impiegati ai fini della predisposizione delle stime effettuate, né con riferimento alla loro veridicità, accuratezza o completezza, né con riferimento alle eventuali conseguenze in capo a soggetti che abbiano fatto affidamento su qualsiasi affermazione, conclusione od opinione contenuta nel presente Parere e basata su tali dati ed informazioni. Le analisi effettuate da Vitale potrebbero condurre a risultati diversi qualora le informazioni ricevute dovessero risultare incorrette od incomplete.

In relazione a quanto sopra indicato, nulla di quanto riportato nel presente Parere potrà in ogni caso essere considerato una garanzia o un'indicazione circa i risultati prospettici dell'Emittente e/o dell'Offerente (siano essi di natura economica, patrimoniale, finanziaria o di qualsiasi altra natura).

5 - Metodologie valutative utilizzate ed analisi effettuate

Al fine di esprimersi sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo, Vitale ha proceduto a stimare il valore economico attribuibile ad un'azione Trevi e ad un'azione ICOP sulla base delle informazioni ricevute, utilizzando metodologie comunemente impiegate nella migliore prassi valutativa nazionale ed internazionale di operazioni similari, in ipotesi di continuità gestionale (cd. *going concern*) e adottando una prospettiva cd. *stand alone* dell'Emittente e dell'Offerente.

In particolare, al fine di stimare il valore economico del Gruppo Trevi e del Gruppo ICOP - e quindi il valore economico attribuibile ad un'azione Trevi e ad un'azione ICOP - sono state utilizzate le seguenti metodologie valutative: (i) la metodologia dei flussi di cassa operativi attualizzati, cd. *Unlevered Discounted Cash Flow* ("DCF") e (ii) quale metodo di controllo, la metodologia dei multipli di Borsa ("Multipli di Borsa") di società quotate operanti nei settori *General Contractors & Specialized*, *Microtunneling* e *Soil Machinery*.

Sono state inoltre effettuate le seguenti analisi: (i) andamento dei prezzi di Borsa dell'Emittente e dell'Offerente in diversi periodi temporali antecedenti la Data di Riferimento (inclusa), e (ii) premi pagati nell'ambito di talune offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio promosse in Italia a partire dal 2023.

La seguente descrizione sintetica delle metodologie utilizzate e delle analisi effettuate non deve essere considerata, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutti gli approfondimenti svolti in relazione al Parere.

METODOLOGIE VALUTATIVE

DCF

Con l'applicazione del DCF si determina il valore del capitale economico di una società scontando i flussi di cassa cd. *unlevered* prospettici di detta società ad un dato costo medio ponderato del capitale ("**WACC**"), al netto della posizione finanziaria netta e dei cd. *debt-like items*.

La valutazione del Gruppo Trevi e del Gruppo ICOP è stata effettuata partendo dall'analisi dei flussi di cassa operativi dei due gruppi così come desunti, rispettivamente, dal Piano Gruppo Trevi e dalle Stime Gruppo ICOP, tenendo in considerazione anche i risultati registrati dagli stessi nel primo semestre 2026.

I principali parametri valutativi utilizzati ai fini della valutazione sono:

- un WACC, calcolato sulla base della metodologia del *Capital Asset Pricing Model*, compreso per Trevi fra il 10,0% e l'11,0% e per ICOP fra il 9,5% e il 10,5%;
- un tasso di crescita di lungo periodo ("**g**") compreso, in entrambi i casi, fra l'1,0% e il 2,0%.

Si segnala che l'applicazione della metodologia DCF conduce a valori che sono in larga parte riferibili al cd. *terminal value* (ovvero il valore attuale dei flussi di cassa operativi generati da un'azienda oltre l'orizzonte temporale esplicito delle proiezioni), il quale è significativamente influenzato dalle assunzioni fatte in relazione al flusso di cassa normalizzato ed al tasso di crescita di lungo periodo g.

Multipli di Borsa (metodo di controllo)

La valutazione è stata effettuata applicando i multipli ponderati *Enterprise Value/ Ebitda 2027* ed *Enterprise Value / Ebit 2027* di società quotate operanti nei settori *General Contractors & Specialized* e *Soil Machinery* per Trevi e *General Contractors & Specialized* e *Microtunneling* per ICOP ai corrispondenti valori del Piano Gruppo Trevi e delle Stime Gruppo ICOP (tenendo conto anche delle rispettive poste di *bridge to equity*).

I multipli sono stati calcolati sulla base dei prezzi di mercato medi degli ultimi 3 mesi a partire dalla data dell'8 settembre 2026 delle società quotate selezionate.

Si sottolinea che la metodologia dei Multipli di Borsa presenta limitazioni di carattere generale connesse alla natura sintetica ed empirica della stessa, oltre che alle differenze intrinseche delle società individuate rispetto a Trevi e ICOP in termini di dimensione, diversificazione del *business* e categorie di servizi forniti, mercati di sbocco e geografie di presenza.

ANALISI EFFETTUATE

Andamento dei prezzi di Borsa dei titoli Trevi e ICOP (Prezzi di Borsa)

L'analisi fa riferimento esclusivamente all'andamento delle medie aritmetiche ponderate per i volumi dei prezzi ufficiali di Borsa dei titoli Trevi e ICOP a 6 mesi e 12 mesi antecedenti la Data di Riferimento (inclusa), tenuto conto che l'andamento dei prezzi di Borsa del titolo Trevi è stato impattato dall'aumento di capitale della Società, con effetti particolarmente distorsivi nei 3 mesi antecedenti la Data di Riferimento.

Premi pagati in precedenti offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio (Premi OPS/OPAS)

Si sono analizzati i premi impliciti riconosciuti in precedenti offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio promosse in Italia a partire dall'anno 2023 e fino all'8 settembre 2026. I premi delle singole offerte sono stati calcolati rispetto alle medie aritmetiche ponderate per i volumi dei prezzi ufficiali di Borsa registrati dai titoli delle società oggetto delle offerte esclusivamente nei 6 mesi e nei 12 mesi antecedenti la data di annuncio dell'operazione (per le ragioni sopra esposte) e la mediana degli stessi è stata applicata ai corrispondenti prezzi ufficiali di Borsa del titolo Trevi antecedenti la Data di Riferimento (inclusa).

Si segnala che, ai fini della comparabilità con l'Offerta, sono state considerate unicamente le offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio che hanno comportato o potrebbero comportare un cambio di controllo delle società *target*.

Si segnala altresì che i premi pagati in precedenti offerte pubbliche di scambio e acquisto e scambio sono strettamente correlati alle condizioni specifiche di ciascuna offerta nonché alle condizioni macroeconomiche e di contesto esistenti al momento del lancio di ogni singola operazione.

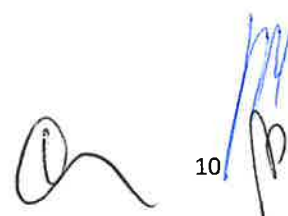
Sintesi dei risultati ottenuti

Nella tabella seguente si riportano gli intervalli dei rapporti di scambio (i.e. numero azioni dell'Offerente per ciascuna Azione dell'Emittente) (il "**Rapporto di Scambio Stimato**") come risultanti dall'applicazione delle metodologie utilizzate e dalle analisi effettuate.

Metodologie / Analisi	Rapporto di Scambio Stimato	
	Minimo	Massimo
Metodologie valutive		
DCF	0,261	0,277
Multipli di Borsa (metodo di controllo)	0,228	0,289
Analisi		
Prezzi di Borsa	0,179	0,221
Premi OPS/OPAS	0,204	0,250

I risultati derivanti dalle metodologie valutive del DCF e dei Multipli di Borsa esposti nella precedente tabella non considerano gli effetti delle Sinergie stimate dall'Offerente, in quanto il Management di Trevi ha comunicato a Vitale che, anche in considerazione del limitato livello di dettaglio fornito in merito alle Sinergie ed alle tempistiche di realizzazione delle stesse, ritiene tali Sinergie non sostenibili e difficilmente conseguibili. A titolo meramente illustrativo, tuttavia, si segnala che anche considerando l'impatto del valore attuale stimato delle Sinergie, l'applicazione della metodologia valutativa del DCF e della metodologia valutativa dei Multipli di Borsa condurrebbe a intervalli di Rapporto di Scambio Stimato superiori al Corrispettivo.

Le valutazioni contenute nel presente Parere sono riferite alle condizioni di mercato ed economiche valutabili sino alla data dell'8 settembre 2026. Vitale non assume, pertanto, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali carenze o difetti delle analisi o delle loro conclusioni dipendenti dall'intervallo temporale tra la data delle analisi contenute nel Parere e la data in cui l'Offerta sarà effettuata. Il Parere è riferito alle condizioni economiche e di mercato attualmente esistenti ed ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi non comporterà a carico di Vitale alcun obbligo di aggiornare, rivedere o rimettere il Parere.



6 - Conclusioni

Alla luce di quanto precede, sulla base dei dati e informazioni ricevuti ed impiegati ai fini delle valutazioni e delle analisi effettuate, con le limitazioni e qualificazioni in precedenza enunciate, si ritiene che alla data del presente Parere il Corrispettivo, pari a 0,133 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione per ogni Azione, sia da ritenersi non congruo da un punto di vista finanziario.

Distinti saluti.

VITALE & CO. S.p.A.

