

OPA PALINGEO

PUBBLICAZIONE DELLA DOCUMENTAZIONE RICEVUTA DAL PANEL ISTITUITO AI SENSI DELLA SCHEDA SEI DEL REGOLAMENTO EMITTENTI EURONEXT GROWTH MILAN

Borsa Italiana S.p.A. rende nota la seguente comunicazione ricevuta dal Panel:

"facendo seguito alla richiesta pervenuta al Panel da più soggetti di divulgazione dei provvedimenti assunti dallo stesso con riferimento all'offerta pubblica di acquisto totalitaria delle azioni di Palingeo, il Panel, con il consenso di tutte le parti intervenute nel procedimento, autorizza Borsa Italiana alla pubblicazione delle Determinazioni del Panel datate 30 novembre 2025, dell'istanza per correzione di errore materiale" formulata da I.CO.P. S.p.A. in data 1° dicembre 2025, dei Chiarimenti del Panel datati 2 dicembre 2025 e, per comodità di lettura, del testo delle Determinazioni integrato nella parte finale della motivazione alla luce dell'iter poc'anzi menzionato".

Borsa Italiana procede pertanto alla pubblicazione, nelle successive pagine, della documentazione sopra menzionata.

Milano, 4 dicembre 2025

Borsa Italiana S.p.A.

PANEL

istituito ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emissori Euronext

Growth Milan

Prof. Avv. Emanuele Rimini

Prof. Carlo Ambrogio Favero

Prof. Avv. Matteo Rescigno

* * *

Determinazioni del Panel a seguito della "Request for Review by the Borsa Italiana Panel – ICOP Takeover of Palingeo", presentata in data 28 ottobre 2025 da Indépendance AM e con l'intervento, a mezzo comunicazioni di posta elettronica, di I.CO.P. S.p.A. e di Horizon Scf S.r.l. in data 31 ottobre 2025 e di Redfish Capital S.p.A., di Luigi Narducci e Lorenzo Guiggiani in data 3 novembre 2025

* * *

I. Svolgimento del procedimento.

Con la "Request for Review by the Borsa Italiana Panel – ICOP Takeover of Palingeo" datata 28 novembre 2025 (la "Richiesta"), Indépendance AM ("Indépendance", ovvero la "Richiedente"), con riguardo all'offerta pubblica di acquisto delle azioni di Palingeo S.p.A. ("Palingeo") annunciata da I.CO.P. S.p.A. ("I.CO.P."), ha domandato che "the Panel review this case and take the necessary measures to ensure compliance with applicable regulations and the protection of shareholder rights".

In data 30 ottobre 2025, Indépendance ha diffuso un comunicato regolamentato, a mezzo del quale quest'ultima ha riferito di aver formalizzato, a seguito della pubblicazione – in data 25 ottobre 2025 – del documento di offerta



finale nell'ambito del progetto di Offerta Pubblica di Acquisto su Palingeo, una istanza di aumento del prezzo al Panel di Borsa Italiana.

In data 31 ottobre 2025, I.CO.P., per il tramite dei legali che la assistono, ha domandato al Panel di poter accedere agli atti ed essere auditati *"al fine di poter fornire ogni chiarimento utile in merito alla richiesta formulata"*. In pari data, I.CO.P. ha diffuso un comunicato regolamentato, tramite il quale quest'ultima ha ribadito *"di aver operato – e di operare – nel pieno rispetto della normativa applicabile e delle migliori prassi di mercato e non ravvisa alcun motivo che giustifichi una revisione del corrispettivo dell'offerta"* e ha dichiarato che *"chiederà di essere auditata dal Panel di Borsa Italiana al fine di illustrare la fondatezza delle proprie ragioni e fornire ogni chiarimento utile"*.

Ancora, in data 31 ottobre 2025, Horizon Scf S.r.l. (**"Horizon"**) – in qualità di consulente e azionista (nella misura di circa l'1,3% del capitale sociale) di Palingeo ed in accordo con il fondo Indépendance, promotore dell'attivazione del procedimento – ha trasmesso al Panel una comunicazione contenente *"alcune considerazioni tecniche a integrazione della documentazione già trasmessa dal fondo istante"*.

Con provvedimento del 3 novembre 2025, il Panel, ritenuto opportuno: *i)* audire le parti interessate, tenuto conto che la istanza di accesso agli atti e la richiesta di audizione formulate da I.CO.P. potessero essere accolte e *ii)* veder meglio chiariti i contorni, anche documentali, della vicenda, pure alla luce del valore dell'operazione che, prendendo in considerazione gli scaglioni previsti da Borsa Italiana S.p.A., si attesta tra i 20 e i 50 milioni di euro; ha concesso termine sino a lunedì 10 novembre 2025 a tutte le parti interessate per illustrare i rispettivi punti di vista e sottoporre all'attenzione del Panel la documentazione ritenuta rilevante e ha fissato l'udienza del 12 novembre 2025, ore 11.30, per l'audizione delle parti presso la sede di Borsa Italiana S.p.A.



Nella medesima giornata, alcuni altri soggetti interessati all'offerta pubblica di acquisto delle azioni di Palingeo hanno manifestato la propria adesione rispetto all'iniziativa assunta da Indépendance.

Più precisamente, con comunicazione a mezzo posta elettronica datata 3 novembre 2025, il Dott. Lorenzo Guiggiani *"in qualità di azionista di minoranza della società Palingeo S.p.A."* ha espresso *"solidarietà all'iniziativa di invocazione del Panel di Borsa intrapresa dal fondo Independance AM"*, ritenendo *"altresì opportuno che Borsa Italiana disponga tempestivamente una sospensione del periodo di adesione, dal momento che in assenza della pronuncia del Panel, gli investitori non dispongono di tutte le informazioni necessarie per decidere se aderire o meno all'OPA promossa da I.CO.P. S.p.A."*.

In pari data, con una propria comunicazione, il Dott. Luigi Narducci ha riferito di essere *"un azionista di minoranza di Palingeo Spa"* e ha espresso il proprio *"appoggio alla richiesta fatta dal fondo francese Independance AM per la convocazione del panel di borsa sulla valutazione delle azioni palingeo da parte di icop"*, segnalando altresì *"se non sia il caso di predisporre una sospensione del periodo di adesione fino a che il panel non si esprima"*.

Infine, con comunicazione datata 3 novembre 2025, il Dott. Thomas Avolio, per conto di RedFish Capital S.p.A. (**RedFish Capital**) – titolare *"di circa il 4% del capitale di Palingeo"* e *"in accordo con il fondo Indépendance AM"* – ha sottoposto al Panel *"alcune considerazioni tecniche a integrazione della documentazione già trasmessa dal fondo istante"*.

In data 10 novembre 2025, Indépendance, Horizon e I.CO.P. hanno trasmesso ciascuno una propria memoria ad illustrazione delle rispettive posizioni.

In data 12 novembre 2025, si è tenuta l'audizione disposta dal Panel con il provvedimento poc'anzi menzionato. A tale audizione, sono comparsi, avanti al

Panel, i Dott.ri Arthur de La Fage e Davide Longo, per conto di Indépendance; il Dott. Lorenzo Guiggiani, in proprio, nella qualità di azionista di Palingeo; il Dott. Thomas Avolio, per conto di RedFish Capital, azionista di Palingeo; l'Ing. Alessandro Orsini e il Dott. Luca Manenti, per conto di Horizon e gli Avv.ti Prof. Alberto Toffoletto, Lukas Plattner, Andrea Iovieno per conto di I.CO.P.

In tale occasione Indépendance, Horizon e I.CO.P. hanno esposto le rispettive posizioni, illustrando oralmente quanto in buona parte già anticipato con le memorie datate 10 novembre 2025 e Horizon ha, inoltre, domandato di poter produrre due ulteriori documenti esibiti nel corso dell'audizione. Il Dott. Lorenzo Guiggiani e il Dott. Thomas Avolio, quest'ultimo per conto di Redfish Capital, sono intervenuti – nella loro qualità di azionisti di Palingeo – effettuando verbalmente rilievi a supporto di quanto sostenuto da Indépendance e Horizon.

Al termine dell'audizione, i legali di I.CO.P., ritenendo opportuno poter replicare compiutamente non soltanto alle memorie scritte di Indépendance e Horizon, ma anche poter prendere posizione relativamente alla documentazione da ultimo esibita e prodotta da Horizon, ha domandato al Panel la fissazione di un termine sfalsato, in prima battuta, per consentire alle altre parti intervenute di riepilogare definitivamente le rispettive argomentazioni, pure alla luce dell'andamento dell'audizione e, in seconda battuta, per permettere a I.CO.P. di controbattere alle argomentazioni delle altre parti interessate.

In questo scenario, il Panel, con il consenso delle parti intervenute all'audizione, riservandosi ogni altro provvedimento, ha fissato i seguenti termini: *i)* fino al 17 novembre 2025 per il deposito di una memoria riepilogativa delle argomentazioni esposte, anche oralmente nel corso dell'audizione, da parte di Indépendance, Horizon, RedFish Capital e il Dott. Lorenzo Guiggiani e *ii)* fino al 24 novembre 2025 per il deposito da parte di I.CO.P. di una memoria di replica.



In data 17 novembre 2025, Indépendance e Horizon hanno depositato una memoria congiunta, unitamente alla documentazione ritenuta rilevante (si tratta di dodici documenti, di cui tre “nuovi”, posto che gli altri nove erano già stati prodotti precedentemente).

In pari data, Horizon ha anche sottoposto al Panel *“in via informale e non vincolante per alcuna parte, una proposta collaborativa volta a favorire una soluzione equa e rapida della vicenda OPA su Palingeo”*, precisando di aver scritto *“a titolo personale e con l’unico intento di contribuire a una composizione efficiente nell’interesse di mercato, investitori e società”*.

In data 18 novembre 2025, il Panel ha disposto, per massima trasparenza, la trasmissione della predetta *“proposta collaborativa”* di Horizon a tutti i soggetti interessati al procedimento.

In data 24 novembre 2025, I.CO.P. ha depositato la propria memoria di replica.

II. DETERMINAZIONI DEL PANEL.

Il Panel, in qualità di organo istituito da Borsa Italiana S.p.A. ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, è chiamato, tra l’altro, ad assumere - su richiesta di una Società e/o di azionisti – qualsiasi determinazione necessaria o anche soltanto opportuna per il corretto svolgimento dei procedimenti in materia di offerte pubbliche di acquisto, rientrando tra queste pure le determinazioni attinenti alla eventuale (ri)determinazione del prezzo di offerta, ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 1349 c.c.

Per svolgere tale compito il Panel, oltre a tener ovviamente conto dell’assetto normativo applicabile sia a livello primario, che regolamentare e statutario, ritiene – sulla base di argomentazioni già svolte in occasioni similari –

di poterne temperare secondo equo apprezzamento la rigida osservanza, ognqualvolta il caso di specie lo renda necessario, dando prioritariamente il giusto peso ai principi posti alla base del mercato e del suo funzionamento, per garantirne l'efficienza. Ciò al fine di precludere o comunque contenere la diffusione tra il pubblico di elementi distorsivi nel comportamento tanto degli Offerenti quanto degli Investitori attuali e potenziali.

Una eventualità, questa, che può presentarsi con maggior probabilità nei casi in cui la fattispecie presenti profili non strettamente monetari, ma anche componenti di c.d. "carta contro carta", che fatalmente comportano l'individuazione di un equivalente monetario in grado di rappresentare il valore dei titoli in gioco e determinano oscillazioni di valore e ricadute sul "rapporto di scambio", tra grandezze che mutano nel tempo, oltre che criticità sul versante dei rapporti tra diritto del mercato finanziario e diritto societario. Ci si intende, più precisamente, riferire ai profili non soltanto informativi, ma anche – e forse soprattutto – della parità di trattamento, la quale avrebbe lo scopo di evitare i possibili effetti deformanti di scelte discrezionali, se non, in casi estremi, addirittura frutto di manipolazione. A maggior ragione in un panorama, come quello nazionale, in cui – per lo meno per il momento – ci sono pochi attori e molte parti "in commedia". È, infatti, fuor di dubbio che la *best price rule* trova più complessa applicazione in quegli scenari in cui, all'interno della operazione che ha fatto scattare l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto successiva e totalitaria, sono presenti, sia pure in ottica di re-investimento, altri strumenti finanziari.

Ed è proprio con riferimento a questo tipo di contesti – ossia quelli nell'ambito dei quali sono, tra l'altro, previste operazioni di disinvestimento di una partecipazione di controllo e di contestuale reinvestimento delle risorse ricevute in un nuovo progetto imprenditoriale – che una valutazione unitaria



delle pattuizioni risulta imprescindibile (come del resto l'Autorità di Vigilanza del mercato finanziario italiano non ha mancato di porre in luce mediante proprie passate comunicazioni), nonostante la natura in astratto funzionalmente autonoma del poc'anzi menzionato meccanismo di contestuale disinvestimento e reinvestimento. E ciò alla luce del fatto che la previsione di accordi accessori potrebbe sottendere una diversa intesa tra le parti, in particolare con riferimento al prezzo di trasferimento del controllo. Una circostanza che sarebbe in grado di consentire al venditore che fosse anche parte di un accordo accessorio di trarre un vantaggio economico ulteriore rispetto al corrispettivo percepito nell'ambito della transazione principale, che è quella che determina la fissazione del prezzo della successiva offerta pubblica di acquisto totalitaria, e che non verrebbe così attribuito anche agli azionisti di minoranza.

D'altronde, l'attuale regolamentazione nel suo complesso prospetta e garantisce un inevitabile margine di flessibilità, in quanto la discrezionalità dell'emittente deve combinarsi, ogni qual volta ci si muova nel contesto di offerte pubbliche obbligatorie, con i controlli di Consob e/o, nel nostro caso, pure del Panel. Controlli che notoriamente prevedono poteri di verifica e di intervento sul prezzo minimo decisamente più incisivi. E ciò in quanto non si tratta soltanto di valutare se l'operazione proposta al mercato sia conveniente, o non, ma se è stato rispettato il principio del giusto prezzo, in un ambito decisamente articolato nel quale la conoscibilità *ex ante* del corrispettivo da riconoscere a tutti i soci da parte della società Offerente è un aspetto non assorbente, posto che il presidio dell'offerta totalitaria successiva è destinato a tutelare un ventaglio di interessi più ampi e pure meta individuali, riguardando non esclusivamente la platea degli investitori (attuali e potenziali), ma anche la efficienza del mercato mobiliare nel suo complesso.



Tanto doverosamente rammentato, se è vero che il diritto delle società può consentire al socio – in caso di *change of control*, ma pur sempre al ricorrere di alcuni specifici presupposti – il diritto di recesso, è altrettanto vero, per un verso, che l'esistenza di possibili – in ogni caso incerti – rimedi *ex post* non esime dall'affrontare soluzioni diverse *ex ante*; e, per altro verso, che occorre inoltre considerare la c.d. *pressure-to-tender* derivante dal preavviso, esternato nel caso di specie, che, indipendentemente dal numero delle adesioni all'esito dell'offerta pubblica, si procederà comunque ad una successiva fusione tra la società Offerente e la società Target. Una fusione che potrebbe avvenire applicando un rapporto di cambio anche meno favorevole rispetto a quello implicito nella offerta pubblica totalitaria.

Del resto, il già richiamato assetto normativo in materia di offerte al pubblico di acquisto obbligatorie non si limita in alcuni casi a disporre semplicemente la disapplicazione della regola del prezzo più alto pagato, ma offre una serie di parametri da seguire con l'obiettivo di risalire di volta in volta al corrispettivo più equo, ponderando comparativamente ogni interesse rilevante, compresi quelli di rilevanza pubblicistica. Una valutazione comparativa che può essere in grado di convincere dell'opportunità di un intervento modificativo, che il Panel – come già accaduto prima d'ora in altri frangenti – ritiene di poter fare, essendo non per nulla composto da "probiviri", alla stregua del già richiamato art. 1349 c.c., senza dover necessariamente presupporre fondati sospetti di manipolazioni sui prezzi.

Non a caso, dallo stesso esame dei lavori preparatori del Regolamento Emittenti traspare chiaramente sia la consapevolezza di ripristinare l'equità del prezzo dell'offerta quando la regola del prezzo più alto pagato non consente di considerare "giusto" il prezzo così formatosi; sia l'individuazione dello stesso

criterio dell'equità per la rideterminazione del prezzo di offerta, se eventi eccezionali sono stati riscontrati nell'esame della fattispecie nella sua interezza.

Ritenute utili queste notazioni preliminari, giova far presente che il 16 giugno 2025, I.CO.P. — leader a livello nazionale e internazionale nel settore delle fondazioni speciali e del *microtunnelling* — ha annunciato un'offerta pubblica totalitaria di acquisto sulle azioni di Palingeo, resasi obbligatoria a valle della conclusione tra la stessa I.CO.P. e FLS Holding S.r.l., all'epoca azionista di maggioranza di Palingeo, di un accordo relativo ad un'operazione di acquisto, da parte di I.CO.P., di una partecipazione complessiva pari a circa il 61,89% del capitale sociale della stessa Palingeo, mediante una combinazione di contanti e azioni.

In particolare, si era convenuto che FLS Holding S.r.l. ricevesse:

- (i) un corrispettivo in denaro pari a euro 6,00 (sei/00) per azione Palingeo per complessive n. 1.539.000 (unmilionicinquecentotrentanovemila) azioni della predetta società; e
- (ii) n. 1.728.000 (unmilionesettcentoventottomila) azioni I.CO.P. a fronte del conferimento nella stessa I.CO.P. delle restanti n. 2.736.000 (duemilionisettcentotrentaseimila) azioni Palingeo.

Alla data di chiusura del 13 giugno 2025, le azioni Palingeo risultavano negoziate a euro 5,44 per azione e le azioni I.CO.P. erano quotate a euro 10,70 (dieci/70) per azione. Dal semplice raffronto di tali valutazioni emerge un premio di circa + 10,3% rispetto all'ultimo prezzo ufficiale di chiusura per la parte che prevede il corrispettivo in contanti ed un premio di circa il + 24% per la parte che prevede il corrispettivo in azioni.

Le calcolazioni che conducono alla individuazione dei premi poc'anzi menzionati sono le seguenti:

Concambio = 1,728,000 / 2,736,000 = 0.6316 I.CO.P. per ogni azione Palingeo

Valore implicito delle azioni Palingeo = $0.6316 \times 10.70 = € 6.7579$

$$\text{Premio} = (6.7579 / 5.44) - 1 = + 24.2\%$$

Allargando il campo di indagine riguardante l'andamento dei premi riconosciuti alla "parte in contanti" e alla "parte in azioni", analizzando le medie ponderate per i volumi dei prezzi dei titoli I.CO.P. e Palingeo nei mesi precedenti al 13 giugno 2025, si possono svolgere le seguenti ulteriori considerazioni. L'andamento dei prezzi del titolo Palingeo risulta coerente con "l'ipotesi di stazionarietà" e quindi esprime una media definita (si veda la Figura 1). Diversamente, il titolo I.CO.P. presenta un chiaro *trend* ascendente, non in linea con l'ipotesi di stazionarietà, atteso che la media non è definita (si veda la Figura 2).

Inoltre, dall'esame del titolo Palingeo emerge una chiara tendenza di ritorno dello stesso alla media ponderata per i volumi di 5.61, mentre il titolo I.CO.P. presenta un *trend* differente, che fa sì che non ci sia alcuna evidenza di ritorno verso la media ponderata per i volumi di 9.48.

Figura 1

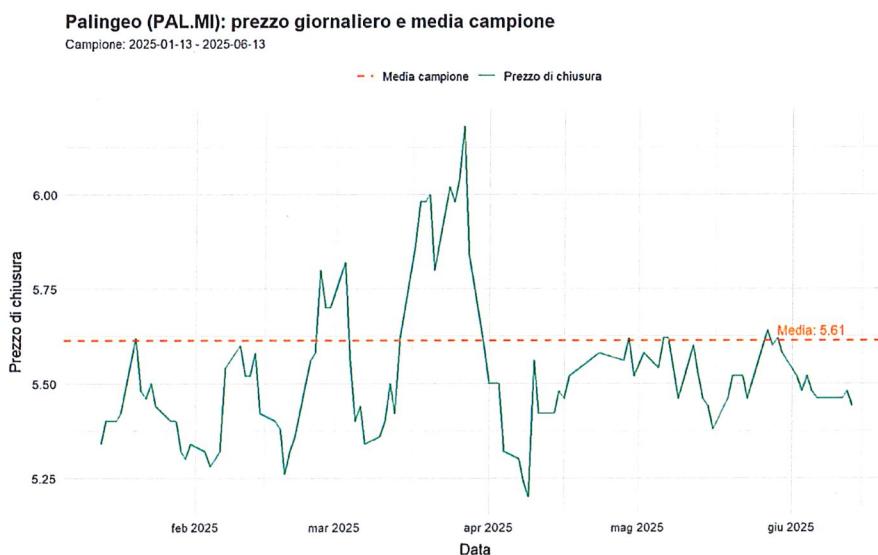


Figura 2



Alla luce di questi primi significativi rilievi, di seguito si riproduce una tabella che pone in evidenza i premi della "parte cash" e della "parte di concambio" riconducibili ai diversi valori dei titoli I.CO.P. e Palingeo assunti in diversi momenti dell'anno (e segnatamente al 13 giugno 2025 e a 1 mese, a 2 mesi, a 3 mesi e a 6 mesi prima di tale data), calcolati con medie dei prezzi ponderate per i volumi con diversi campioni.

TABELLA

Riferimento	Prezzi di mercato I.C.O.P. (€)	Prezzi di mercato PALINGEO	Corrispettivo offerto tramite concambio	Premio implicito di mercato (Palingeo=(12/19)*I.C.O.P.)	Premio implicito di mercato (Palingeo =6)
Valori sulla base dei prezzi al 13 giugno 2025	5,44	10,70	6.7579	24,2%	10.3%
Valori sulla base della	5,51	10,38	6.55	18.8%	8.8%

24

media					
ponderata					
dei prezzi a 1					
mesi					
Valori sulla	5,52	10,29	6,50	17,7%	8,7%
base della					
media					
ponderata					
dei prezzi a 2					
mesi					
Valori sulla	5,69	9,96	6,29	10,5%	5,4%
base della					
media					
ponderata					
dei prezzi a 3					
mesi					
Valori sulla	5,61	9,48	5,99	6,8%	6,9%
base della					
media					
ponderata					
dei prezzi a 6					
mesi					

Tanto puntualizzato e per completezza di analisi, si può ulteriormente constatare che:

- 1) il 16 giugno 2025 le azioni Palingeo sono salite del 9.19 % rispetto alla chiusura del 13 giugno 2025, mentre le azioni I.CO.P. hanno chiuso con un incremento del 16.8%.
- 2) Il 5 settembre 2025 I.CO.P. ha emesso le 1.728.000 nuove azioni, deliberando l'aumento di capitale riservato a FLS Holding S.r.l. in esecuzione delle pattuizioni contenute nell'accordo prima d'ora



menzionato. Il comunicato dell'aumento di capitale di I.CO.P. indica un importo totale di euro 16.416.000 per l'emissione di 1.728.000 azioni, quindi un prezzo per azione pari a 9,50 euro.

Si noti che $9,50 * (1.728.000 / 2.736.000) = 6$.

Si noti altresì che il prezzo di I.CO.P. il 5 settembre 2025 era di circa 17 euro.

In questo scenario, il Panel ritiene di poter sostenere che il corrispettivo ottenuto da FLS Holding S.r.l per effetto del trasferimento del controllo di Palingeo abbia riguardato anche la parte non monetaria dell'operazione e che di tale componente, tutt'altro che poco significativa nell'ambito di una valutazione complessiva, si debba tener conto in ottica equitativa ai fini di una rideterminazione del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto. Ed a tal proposito, alla luce delle indicazioni dei valori dei titoli I.CO.P. e Palingeo riprodotti nella Tabella che precede, la determinazione del prezzo per azione Palingeo da corrispondere nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria di cui si discute, può essere pari alla media dei corrispettivi impliciti offerti tramite concambio risultanti rispettivamente alla data del 13 giugno 2025, a un mese, a due mesi, a tre mesi da tale data.

III. CONCLUSIONI.

In questa logica, il Panel, considerata la struttura complessiva dell'operazione oggetto della richiesta di intervento dello stesso, ritiene che una prudente valorizzazione del rapporto di scambio, sulla base degli andamenti del titolo Palingeo e del titolo I.CO.P. meglio descritti in narrativa, pure dal punto di vista delle diverse contestualizzazioni cronologiche, possa condurre alla determinazione del prezzo per azione Palingeo da corrispondere nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle stesse azioni



Palingeo pari a euro 6,61 (sei/61), sostituendo in questo modo il corrispettivo di euro 6 (sei/00) prima d'ora indicato nel prezzo di offerta.

* * *

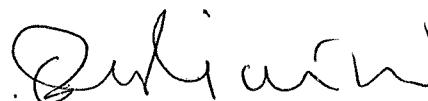
Milano, 30 novembre 2025

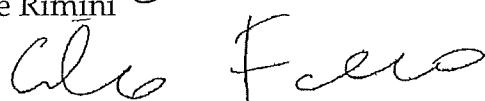
I componenti del Panel

Prof. Avv. Emanuele Rimini

Prof. Carlo Favero

Prof. Avv. Matteo Rescigno









ISTANZA PER CORREZIONE DI ERRORE MATERIALE

III.mi Signori
 Prof. Carlo Ambrogio Favero
 Prof. Avv. Matteo Rescigno
 Prof. Avv. Emanuele Rimini
 componenti del Panel istituito ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emissenti Euronext Growth Milan

Milano, 1° dicembre 2025

Oggetto: Richiesta di rettifica del prezzo determinato nella delibera del 30 novembre 2025 per errore materiale di calcolo

I.CO.P. S.p.A. Società Benefit ("ICOP"), qui rappresentata dall'Amministratore Delegato e legale rappresentante Ing. Piero Petrucco presenta la seguente istanza al fine di segnalare un errore materiale di calcolo contenuto nella determinazione del Panel del 30 novembre 2025 e richiederne la rettifica.

I. PREMESSA

Con determinazione del 30 novembre 2025 ("Determinazione"), il Panel ha stabilito che "il prezzo per azione Palingeo da corrispondere nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria di cui si discute, può essere pari alla media dei corrispettivi impliciti offerti tramite concambio risultanti rispettivamente alla data del 13 giugno 2025, a un mese, a due mesi, a tre mesi da tale data", determinando il prezzo per azione Palingeo S.p.A. ("Palingeo") "pari a euro 6,61 (sei/61)".

ICOP ha verificato la correttezza matematica di tale calcolo sulla base dei dati contenuti nella tabella riprodotta a pagina 10 della determinazione del Panel e ha riscontrato alcuni errori materiali e, in particolare, un errore materiale di calcolo nel risultato finale.

II. ERRORE MATERIALE NEL CALCOLO DEL PREZZO

2.1 Metodologia dichiarata dal Panel

Il Panel ha dichiarato di determinare "il prezzo per azione Palingeo pari alla media dei corrispettivi impliciti offerti tramite concambio risultanti rispettivamente alla data del 13 giugno 2025, a un mese, a due mesi, a tre mesi da tale data".

Dalla tabella riprodotta nella determinazione del Panel, i corrispettivi impliciti tramite concambio sono i seguenti:



Data di riferimento	Corrispettivo implicito offerto tramite concambio (€)
13 giugno 2025	6,7579
1 mese prima (13 maggio 2025)	6,55
2 mesi prima (13 aprile 2025)	6,50
3 mesi prima (13 marzo 2025)	6,29

2.2 Calcolo corretto della media aritmetica semplice

Applicando la metodologia dichiarata dal Panel (media aritmetica semplice dei quattro corrispettivi impliciti), il risultato corretto è:

$$(6,7579 + 6,5558 + 6,4989 + 6,2905) / 4 = 6,5258 \text{ euro}$$

Arrotondando al centesimo, il prezzo corretto dovrebbe essere 6,53 euro, non 6,61 euro come indicato nella determinazione.

2.3 Verifica con dati Bloomberg

ICOP ha incaricato BPER Banca S.p.A. ("BPER") di verificare i calcoli utilizzando dati di mercato Bloomberg (con controllo incrociato su Factset).

A tal proposito si evidenzia un errore materiale contenuto nella tabella inclusa nella Determinazione in quanto il prezzo medio ponderato a 6 mesi delle azioni di ICOP è pari a Euro 9,22, e non Euro 9,48 (come erroneamente riportato nella Determinazione).

Utilizzando i dati Bloomberg, la media dei corrispettivi impliciti risulta pari a 6,39 euro (includendo tutte e cinque le date: 13 giugno, 1 mese, 2 mesi, 3 mesi e 6 mesi prima, come da tabella di cui alla Determinazione) oppure 6,53 euro (escludendo la media a 6 mesi, come forse fatto dal Panel).

In nessun caso il calcolo produce il risultato di 6,61 euro indicato nella Determinazione.

III. RICHIESTA DI RETTIFICA

3.1 Ipotesi A: Inclusione della media a 6 mesi

Utilizzando nel calcolo, come pare corretto a ICOP, anche la media ponderata a 6 mesi (come indicato nella tabella riprodotta nella Determinazione), il prezzo corretto sarebbe pari a Euro 6,39.

ICOP ritiene che questa sia la soluzione corretta, in quanto:

- la tabella riprodotta nella determinazione del Panel include espressamente la riga relativa ai "Valori sulla base della media ponderata dei prezzi a 6 mesi";
- il criterio di valorizzazione adottato nell'accordo quadro si basa proprio su una media di 6 mesi;
- l'esclusione arbitraria della media a 6 mesi non trova giustificazione nella Determinazione.

3.2 Ipotesi B: Calcolo sul capitale *fully diluted*



Un ulteriore errore di calcolo è rappresentato dal fatto che i prezzi utilizzati dal Panel sono stati calcolati sul capitale esistente di Palingeo alla data del 13 giugno 2025 prima dell'esercizio dei warrant esistenti a quella data. Risulta quindi necessario rettificare tali prezzi per tenere conto dell'effetto diluitivo derivante dall'esercizio dei warrant disponibili alla data del 13 giugno 2025 (al netto dei warrant detenuti da FLS per i quali sussiste un impegno a non esercitarli), essendo il relativo prezzo pari a Euro 6,05 e, in quanto tale, *in-the-money*. Tale procedimento è stato pacificamente applicato da entrambi gli *advisor* incaricati da Palingeo di emettere una *fairness opinion* sull'offerta.

In tale contesto: (i) nel caso in cui si tenga in considerazione nel calcolo la media a 6 mesi, il prezzo sarebbe pari a Euro 6,36; (ii) nel caso in cui non si tenga in considerazione nel calcolo la media a 6 mesi, il prezzo sarebbe pari a Euro 6,48

3.3 Ipotesi C: Esclusione della media a 6 mesi

In subordine, qualora il Panel intendesse confermare l'esclusione della media a 6 mesi dal calcolo (come sembra desumersi dal testo della Determinazione, che fa riferimento solo a "13 giugno 2025, a un mese, a due mesi, a tre mesi"), il prezzo corretto sarebbe pari a Euro 6,53.

IV. ISTANZA

Alla luce di quanto precede, ICOP rileva che il prezzo di euro 6,61 indicato nella Determinazione non corrisponde al risultato matematico della metodologia applicata dal Panel.

Pertanto, ICOP chiede al Panel, previa adozione di ogni più opportuno provvedimento, di correggere l'errore materiale relativo alla determinazione del prezzo contenuto nella delibera del 30 novembre 2025, e, segnatamente di:

A) In via principale: determinare il prezzo per azione Palingeo in euro 6,36 (tenendo conto, nel capitale sociale, di tutte le azioni di compendio che potranno essere potenzialmente emesse in caso di esercizio dei warrant e utilizzando la media di tutti e cinque i periodi indicati nella tabella riportata nella Determinazione, inclusa la media – corretta – a 6 mesi, sulla base dei dati Bloomberg verificati da BPER);

In subordine: qualora non si intenda tener conto dell'effetto diluitivo dei warrant, determinare il prezzo per azione Palingeo in euro 6,39 (utilizzando la media di tutti e cinque i periodi indicati nella tabella riportata nella Determinazione, inclusa la media a 6 mesi, sulla base dei dati indicati dal Panel);

B) In via subordinata: qualora il Panel intendesse confermare l'esclusione della media a 6 mesi, determinare il prezzo per azione Palingeo in euro 6,48 (tenendo conto dell'effetto diluitivo derivante dai warrant);

In ulteriore subordine: qualora non si intenda tener conto dell'effetto diluitivo dei warrant, determinare il prezzo per azione Palingeo in euro 6,53 (utilizzando la media dei soli quattro periodi, escludendo la media a 6 mesi, sulla base dei dati indicati dal Panel).

Si allega alla presente, sotto allegato A, il foglio di calcolo ai fini della determinazione dei prezzi illustrati nel corpo del testo.

ICOP si riserva ogni diritto in merito alla legittimità sostanziale della determinazione del Panel, fermo restando che la presente memoria tecnica ha il solo scopo di segnalare l'errore materiale



di calcolo riscontrato e di richiedere l'immediata revisione della Determinazione viziata dagli errori materiali di cui sopra con conseguente comunicazione al mercato del prezzo corretto.

Con osservanza.

I.CO.P. S.p.A. Società Benefit
 V. Silvio Pellico n.2 - 33031 Basiliano (UD)
 Capitale Sociale € 31.778.250,00 i.v.
 P.I. C.F. PBO-IMP-UD 00298880303
 REA 131947 SDI: 004.0000 

I.CO.P. S.p.A. Società Benefit

(Amministratore Delegato, Piero Petrucco)

Calcolo panel	Prezzo Palingeo (€)	Prezzo I.CO.P. (€)	Concambio	Corrispettivo implicito nel concambio per az. Palingeo (€)	Premio implicito nel prezzo concambio	Premio implicito prezzo cash - Euro 6,00
1. Prezzi puntuali 13.06.2025	5,44	10,70	0,63	6,76	24,23%	10,29%
2. Prezzi media ponderata 1 mese	5,51	10,38	0,63	6,56	18,98%	8,89%
3. Prezzi media ponderata 2 mesi	5,52	10,29	0,63	6,50	17,73%	8,70%
4. Prezzi media ponderata 3 mesi	5,69	9,96	0,63	6,29	10,55%	5,45%
5. Prezzi media ponderata 6 mesi	5,61	9,22 ⁽¹⁾	0,63	5,82	3,80%	6,95%

Media 1., 2., 3. e 4. (procedimento come da pag. 13 Relazione Panel)	6,53
--	-------------

Media 1., 2., 3. e 4. fully diluted per warrant⁽²⁾	6,48
--	-------------

Media 1., 2., 3., 4. e 5.	6,39
----------------------------------	-------------

Media 1., 2., 3., 4. e 5. fully diluted per warrant⁽³⁾	6,36
--	-------------

Prezzo indicato dal Panel	6,61
----------------------------------	-------------

N.B. i dati di cui sopra contengono arrotondamenti

⁽¹⁾ Tale dato è stato modificato in quanto il dato di Euro 9,48 utilizzato dal Panel non risulta ricostruibile e diverge dalla media ponderata a 6 mesi dei prezzi del titolo I.CO.P.

⁽²⁾ Pari a: [(Euro 6,53 x n. 6.907.670 azioni Palingeo emesse alla data del 13.06.2025) + (Prezzo di esercizio warrant di Euro 6,05 x n. 684.155 azioni Palingeo di compendio)] / (n. 7.591.825 totali azioni Palingeo)

⁽³⁾ Pari a: [(Euro 6,39 x n. 6.907.670 azioni Palingeo emesse alla data del 13.06.2025) + (Prezzo di esercizio warrant di Euro 6,05 x n. 684.155 azioni Palingeo di compendio)] / (n. 7.591.825 totali azioni Palingeo)

Borsa Italiana S.p.A.

PANEL

istituito ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emittenti Euronext

Growth Milan

Prof. Avv. Emanuele Rimini

Prof. Carlo Ambrogio Favero

Prof. Avv. Matteo Rescigno

Chiarimenti del Panel a seguito del deposito delle Determinazioni dello stesso datare 30 novembre 2025 e della "istanza per correzione di errore materiale" formulata da I.CO.P. S.p.A. in data 1° dicembre 2025

Premesso che

- i) in data 30 novembre 2025 il Panel ha assunto le proprie Determinazioni in merito alla *"Request for Review by the Borsa Italiana Panel – ICOP Takeover of Palingeo"*, presentata in data 28 ottobre 2025 da Indépendance AM e con l'intervento, a mezzo comunicazioni di posta elettronica, di I.CO.P. S.p.A. e di Horizon Scf S.r.l. in data 31 ottobre 2025 e di Redfish Capital S.p.A., di Luigi Narducci e Lorenzo Guiggiani in data 3 novembre 2025;
- ii) in data 1° dicembre 2025 I.CO.P. S.p.A. ha formulato al Panel un'istanza per correzione di errore materiale sostanzialmente basata, in prima battuta, sulla richiesta di esplicitare il percorso che ha condotto il Panel alla determinazione del prezzo per azione Palingeo da corrispondere nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle stesse azioni Palingeo pari a euro 6,61 (sei/61) e corredata, in seconda battuta, dalla elencazione di diverse calcolazioni, tutte volte a dimostrare che *"il prezzo di euro 6,61 indicato nella Determinazione non corrisponde al risultato matematico della metodologia applicata dal Panel"*

il Panel

preso atto di quanto esposto da I.CO.P. S.p.A. rileva quanto segue:

1. Il prezzo indicato nel dispositivo delle Determinazioni pari ad euro 6,61 risulta dalla media aritmetica del prezzo di chiusura del 13 giugno 2025, della media ponderata ad un mese e della media ponderata a due mesi da tale data.
2. I tre valori sopra menzionati sono stati approssimati, per il calcolo della media, al secondo decimale e sono rispettivamente di euro 6,76; 6,56; 6,50. La media risultante dal predetto calcolo è - di nuovo approssimata al secondo decimale - pari a euro 6,61.
3. Effettivamente la frase finale della motivazione delle Determinazioni del Panel riportata alla p. 13 delle Determinazioni medesime riporta la dimenticanza di una precisazione volta a chiarire l'esclusione dal metodo di calcolo delle medie più lontane nel tempo, giustificata dalla non stazionarietà dei prezzi, e va pertanto corretta nel seguente modo: *"può essere pari alla media dei corrispettivi impliciti offerti tramite concambio risultanti rispettivamente alla data del 13 giugno 2025, a un mese, a due mesi, non a sei e tre mesi da tale data"*.
4. Il Panel confida, in questo modo, di non essere incorso in alcun errore di calcolo e di aver chiarito la corrispondenza della metodologia applicata dallo stesso con il risultato matematico espresso nel dispositivo.

* * *

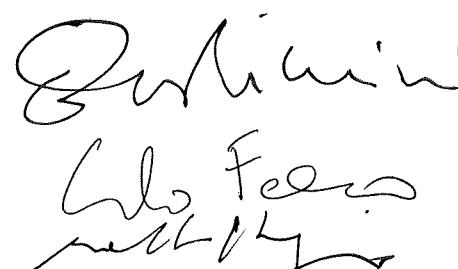
Milano, 2 dicembre 2025

I componenti del Panel

Prof. Avv. Emanuele Rimini

Prof. Carlo Favero

Prof. Avv. Matteo Rescigno



Borsa Italiana S.p.A.

PANEL

istituito ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emittenti Euronext

Growth Milan

Prof. Avv. Emanuele Rimini

Prof. Carlo Ambrogio Favero

Prof. Avv. Matteo Rescigno

* * *

Determinazioni del Panel a seguito della “Request for Review by the Borsa Italiana Panel – ICOP Takeover of Palingeo”, presentata in data 28 ottobre 2025 da Indépendance AM e con l’intervento, a mezzo comunicazioni di posta elettronica, di I.CO.P. S.p.A. e di Horizon Scf S.r.l. in data 31 ottobre 2025 e di Redfish Capital S.p.A., di Luigi Narducci e Lorenzo Guiggiani in

data 3 novembre 2025

* * *

I. SVOLGIMENTO DEL PROCEDIMENTO.

Con la “Request for Review by the Borsa Italiana Panel – ICOP Takeover of Palingeo” datata 28 novembre 2025 (la “Richiesta”), Indépendance AM (“Indépendance”, ovvero la “Richiedente”), con riguardo all’offerta pubblica di acquisto delle azioni di Palingeo S.p.A. (“Palingeo”) annunciata da I.CO.P. S.p.A. (“I.CO.P.”), ha domandato che “the Panel review this case and take the necessary measures to ensure compliance with applicable regulations and the protection of shareholder rights”.

In data 30 ottobre 2025, Indépendance ha diffuso un comunicato regolamentato, a mezzo del quale quest’ultima ha riferito di aver formalizzato, a seguito della pubblicazione – in data 25 ottobre 2025 – del documento di offerta

finale nell’ambito del progetto di Offerta Pubblica di Acquisto su Palingeo, una istanza di aumento del prezzo al Panel di Borsa Italiana.

In data 31 ottobre 2025, I.CO.P., per il tramite dei legali che la assistono, ha domandato al Panel di poter accedere agli atti ed essere auditati *“al fine di poter fornire ogni chiarimento utile in merito alla richiesta formulata”*. In pari data, I.CO.P. ha diffuso un comunicato regolamentato, tramite il quale quest’ultima ha ribadito *“di aver operato – e di operare – nel pieno rispetto della normativa applicabile e delle migliori prassi di mercato e non ravvisa alcun motivo che giustifichi una revisione del corrispettivo dell’offerta”* e ha dichiarato che *“chiederà di essere auditata dal Panel di Borsa Italiana al fine di illustrare la fondatezza delle proprie ragioni e fornire ogni chiarimento utile”*.

Ancora, in data 31 ottobre 2025, Horizon Scf S.r.l. (**“Horizon”**) – in qualità di consulente e azionista (nella misura di circa l’1,3% del capitale sociale) di Palingeo ed in accordo con il fondo Indépendance, promotore dell’attivazione del procedimento – ha trasmesso al Panel una comunicazione contenente *“alcune considerazioni tecniche a integrazione della documentazione già trasmessa dal fondo istante”*.

Con provvedimento del 3 novembre 2025, il Panel, ritenuto opportuno: *i)* audire le parti interessate, tenuto conto che la istanza di accesso agli atti e la richiesta di audizione formulate da I.CO.P. potessero essere accolte e *ii)* veder meglio chiariti i contorni, anche documentali, della vicenda, pure alla luce del valore dell’operazione che, prendendo in considerazione gli scaglioni previsti da Borsa Italiana S.p.A., si attesta tra i 20 e i 50 milioni di euro; ha concesso termine sino a lunedì 10 novembre 2025 a tutte le parti interessate per illustrare i rispettivi punti di vista e sottoporre all’attenzione del Panel la documentazione ritenuta rilevante e ha fissato l’udienza del 12 novembre 2025, ore 11.30, per l’audizione delle parti presso la sede di Borsa Italiana S.p.A.

Nella medesima giornata, alcuni altri soggetti interessati all'offerta pubblica di acquisto delle azioni di Palingeo hanno manifestato la propria adesione rispetto all'iniziativa assunta da Indépendance.

Più precisamente, con comunicazione a mezzo posta elettronica datata 3 novembre 2025, il Dott. Lorenzo Guiggiani *“in qualità di azionista di minoranza della società Palingeo S.p.A.”* ha espresso *“solidarietà all'iniziativa di invocazione del Panel di Borsa intrapresa dal fondo Independance AM”*, ritenendo *“altresì opportuno che Borsa Italiana disponga tempestivamente una sospensione del periodo di adesione, dal momento che in assenza della pronuncia del Panel, gli investitori non dispongono di tutte le informazioni necessarie per decidere se aderire o meno all'OPA promossa da I.CO.P. S.p.A.”*.

In pari data, con una propria comunicazione, il Dott. Luigi Narducci ha riferito di essere *“un azionista di minoranza di Palingeo Spa”* e ha espresso il proprio *“appoggio alla richiesta fatta dal fondo francese Independance AM per la convocazione del panel di borsa sulla valutazione delle azioni palingeo da parte di icop”*, segnalando altresì *“se non sia il caso di predisporre una sospensione del periodo di adesione fino a che il panel non si esprima”*.

Infine, con comunicazione datata 3 novembre 2025, il Dott. Thomas Avolio, per conto di RedFish Capital S.p.A. (**“RedFish Capital”**) – titolare *“di circa il 4% del capitale di Palingeo”* e *“in accordo con il fondo Indépendance AM”* – ha sottoposto al Panel *“alcune considerazioni tecniche a integrazione della documentazione già trasmessa dal fondo istante”*.

In data 10 novembre 2025, Indépendance, Horizon e I.CO.P. hanno trasmesso ciascuno una propria memoria ad illustrazione delle rispettive posizioni.

In data 12 novembre 2025, si è tenuta l'audizione disposta dal Panel con il provvedimento poc'anzi menzionato. A tale audizione, sono comparsi, avanti al

Panel, i Dott.ri Arthur de La Fage e Davide Longo, per conto di Indépendance; il Dott. Lorenzo Guiggiani, in proprio, nella qualità di azionista di Palingeo; il Dott. Thomas Avolio, per conto di RedFish Capital, azionista di Palingeo; l'Ing. Alessandro Orsini e il Dott. Luca Manenti, per conto di Horizon e gli Avv.ti Prof. Alberto Toffoletto, Lukas Plattner, Andrea Iovieno per conto di I.CO.P.

In tale occasione Indépendance, Horizon e I.CO.P. hanno esposto le rispettive posizioni, illustrando oralmente quanto in buona parte già anticipato con le memorie datate 10 novembre 2025 e Horizon ha, inoltre, domandato di poter produrre due ulteriori documenti esibiti nel corso dell'audizione. Il Dott. Lorenzo Guiggiani e il Dott. Thomas Avolio, quest'ultimo per conto di Redfish Capital, sono intervenuti – nella loro qualità di azionisti di Palingeo – effettuando verbalmente rilievi a supporto di quanto sostenuto da Indépendance e Horizon.

Al termine dell'audizione, i legali di I.CO.P., ritenendo opportuno poter replicare compiutamente non soltanto alle memorie scritte di Indépendance e Horizon, ma anche poter prendere posizione relativamente alla documentazione da ultimo esibita e prodotta da Horizon, ha domandato al Panel la fissazione di un termine sfalsato, in prima battuta, per consentire alle altre parti intervenute di riepilogare definitivamente le rispettive argomentazioni, pure alla luce dell'andamento dell'audizione e, in seconda battuta, per permettere a I.CO.P. di controbattere alle argomentazioni delle altre parti interessate.

In questo scenario, il Panel, con il consenso delle parti intervenute all'audizione, riservandosi ogni altro provvedimento, ha fissato i seguenti termini: *i*) fino al 17 novembre 2025 per il deposito di una memoria riepilogativa delle argomentazioni esposte, anche oralmente nel corso dell'audizione, da parte di Indépendance, Horizon, RedFish Capital e il Dott. Lorenzo Guiggiani e *ii*) fino al 24 novembre 2025 per il deposito da parte di I.CO.P. di una memoria di replica.

In data 17 novembre 2025, Indépendance e Horizon hanno depositato una memoria congiunta, unitamente alla documentazione ritenuta rilevante (si tratta di dodici documenti, di cui tre “nuovi”, posto che gli altri nove erano già stati prodotti precedentemente).

In pari data, Horizon ha anche sottoposto al Panel *“in via informale e non vincolante per alcuna parte, una proposta collaborativa volta a favorire una soluzione equa e rapida della vicenda OPA su Palingeo”*, precisando di aver scritto *“a titolo personale e con l’unico intento di contribuire a una composizione efficiente nell’interesse di mercato, investitori e società”*.

In data 18 novembre 2025, il Panel ha disposto, per massima trasparenza, la trasmissione della predetta *“proposta collaborativa”* di Horizon a tutti i soggetti interessati al procedimento.

In data 24 novembre 2025, I.CO.P. ha depositato la propria memoria di replica.

II. DETERMINAZIONI DEL PANEL.

Il Panel, in qualità di organo istituito da Borsa Italiana S.p.A. ai sensi della Scheda Sei del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, è chiamato, tra l’altro, ad assumere - su richiesta di una Società e/o di azionisti – qualsiasi determinazione necessaria o anche soltanto opportuna per il corretto svolgimento dei procedimenti in materia di offerte pubbliche di acquisto, rientrando tra queste pure le determinazioni attinenti alla eventuale (ri)determinazione del prezzo di offerta, ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 1349 c.c.

Per svolgere tale compito il Panel, oltre a tener ovviamente conto dell’assetto normativo applicabile sia a livello primario, che regolamentare e statutario, ritiene – sulla base di argomentazioni già svolte in occasioni similari –

di poterne temperare secondo equo apprezzamento la rigida osservanza, ognqualvolta il caso di specie lo renda necessario, dando prioritariamente il giusto peso ai principi posti alla base del mercato e del suo funzionamento, per garantirne l'efficienza. Ciò al fine di precludere o comunque contenere la diffusione tra il pubblico di elementi distorsivi nel comportamento tanto degli Offerenti quanto degli Investitori attuali e potenziali.

Una eventualità, questa, che può presentarsi con maggior probabilità nei casi in cui la fattispecie presenti profili non strettamente monetari, ma anche componenti di c.d. "carta contro carta", che fatalmente comportano l'individuazione di un equivalente monetario in grado di rappresentare il valore dei titoli in gioco e determinano oscillazioni di valore e ricadute sul "rapporto di scambio", tra grandezze che mutano nel tempo, oltre che criticità sul versante dei rapporti tra diritto del mercato finanziario e diritto societario. Ci si intende, più precisamente, riferire ai profili non soltanto informativi, ma anche – e forse soprattutto – della parità di trattamento, la quale avrebbe lo scopo di evitare i possibili effetti deformanti di scelte discrezionali, se non, in casi estremi, addirittura frutto di manipolazione. A maggior ragione in un panorama, come quello nazionale, in cui – per lo meno per il momento – ci sono pochi attori e molte parti "in commedia". È, infatti, fuor di dubbio che la *best price rule* trova più complessa applicazione in quegli scenari in cui, all'interno della operazione che ha fatto scattare l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto successiva e totalitaria, sono presenti, sia pure in ottica di re-investimento, altri strumenti finanziari.

Ed è proprio con riferimento a questo tipo di contesti – ossia quelli nell'ambito dei quali sono, tra l'altro, previste operazioni di disinvestimento di una partecipazione di controllo e di contestuale reinvestimento delle risorse ricevute in un nuovo progetto imprenditoriale – che una valutazione unitaria

delle pattuizioni risulta imprescindibile (come del resto l'Autorità di Vigilanza del mercato finanziario italiano non ha mancato di porre in luce mediante proprie passate comunicazioni), nonostante la natura in astratto funzionalmente autonoma del poc'anzi menzionato meccanismo di contestuale disinvestimento e reinvestimento. E ciò alla luce del fatto che la previsione di accordi accessori potrebbe sottendere una diversa intesa tra le parti, in particolare con riferimento al prezzo di trasferimento del controllo. Una circostanza che sarebbe in grado di consentire al venditore che fosse anche parte di un accordo accessorio di trarre un vantaggio economico ulteriore rispetto al corrispettivo percepito nell'ambito della transazione principale, che è quella che determina la fissazione del prezzo della successiva offerta pubblica di acquisto totalitaria, e che non verrebbe così attribuito anche agli azionisti di minoranza.

D'altronde, l'attuale regolamentazione nel suo complesso prospetta e garantisce un inevitabile margine di flessibilità, in quanto la discrezionalità dell'emittente deve combinarsi, ogni qual volta ci si muova nel contesto di offerte pubbliche obbligatorie, con i controlli di Consob e/o, nel nostro caso, pure del Panel. Controlli che notoriamente prevedono poteri di verifica e di intervento sul prezzo minimo decisamente più incisivi. E ciò in quanto non si tratta soltanto di valutare se l'operazione proposta al mercato sia conveniente, o non, ma se è stato rispettato il principio del giusto prezzo, in un ambito decisamente articolato nel quale la conoscibilità *ex ante* del corrispettivo da riconoscere a tutti i soci da parte della società Offerente è un aspetto non assorbente, posto che il presidio dell'offerta totalitaria successiva è destinato a tutelare un ventaglio di interessi più ampi e pure meta individuali, riguardando non esclusivamente la platea degli investitori (attuali e potenziali), ma anche la efficienza del mercato mobiliare nel suo complesso.

Tanto doverosamente rammentato, se è vero che il diritto delle società può consentire al socio – in caso di *change of control*, ma pur sempre al ricorrere di alcuni specifici presupposti – il diritto di recesso, è altrettanto vero, per un verso, che l'esistenza di possibili – in ogni caso incerti – rimedi *ex post* non esime dall'affrontare soluzioni diverse *ex ante*; e, per altro verso, che occorre inoltre considerare la c.d. *pressure-to-tender* derivante dal preavviso, esternato nel caso di specie, che, indipendentemente dal numero delle adesioni all'esito dell'offerta pubblica, si procederà comunque ad una successiva fusione tra la società Offerente e la società Target. Una fusione che potrebbe avvenire applicando un rapporto di cambio anche meno favorevole rispetto a quello implicito nella offerta pubblica totalitaria.

Del resto, il già richiamato assetto normativo in materia di offerte al pubblico di acquisto obbligatorie non si limita in alcuni casi a disporre semplicemente la disapplicazione della regola del prezzo più alto pagato, ma offre una serie di parametri da seguire con l'obiettivo di risalire di volta in volta al corrispettivo più equo, ponderando comparativamente ogni interesse rilevante, compresi quelli di rilevanza pubblicistica. Una valutazione comparativa che può essere in grado di convincere dell'opportunità di un intervento modificativo, che il Panel – come già accaduto prima d'ora in altri frangenti – ritiene di poter fare, essendo non per nulla composto da "probiviri", alla stregua del già richiamato art. 1349 c.c., senza dover necessariamente presupporre fondati sospetti di manipolazioni sui prezzi.

Non a caso, dallo stesso esame dei lavori preparatori del Regolamento Emittenti traspare chiaramente sia la consapevolezza di ripristinare l'equità del prezzo dell'offerta quando la regola del prezzo più alto pagato non consente di considerare "giusto" il prezzo così formatosi; sia l'individuazione dello stesso

criterio dell'equità per la rideterminazione del prezzo di offerta, se eventi eccezionali sono stati riscontrati nell'esame della fattispecie nella sua interezza.

Ritenute utili queste notazioni preliminari, giova far presente che il 16 giugno 2025, I.CO.P. — leader a livello nazionale e internazionale nel settore delle fondazioni speciali e del *microtunnelling* — ha annunciato un'offerta pubblica totalitaria di acquisto sulle azioni di Palingeo, resasi obbligatoria a valle della conclusione tra la stessa I.CO.P. e FLS Holding S.r.l., all'epoca azionista di maggioranza di Palingeo, di un accordo relativo ad un'operazione di acquisto, da parte di I.CO.P., di una partecipazione complessiva pari a circa il 61,89% del capitale sociale della stessa Palingeo, mediante una combinazione di contanti e azioni.

In particolare, si era convenuto che FLS Holding S.r.l. ricevesse:

- (i) un corrispettivo in denaro pari a euro 6,00 (sei/00) per azione Palingeo per complessive n. 1.539.000 (unmilionicinquecentrentanovemila) azioni della predetta società; e
- (ii) n. 1.728.000 (unmilionesettecentoventottomila) azioni I.CO.P. a fronte del conferimento nella stessa I.CO.P. delle restanti n. 2.736.000 (duemilionisettcentrentaseimila) azioni Palingeo.

Alla data di chiusura del 13 giugno 2025, le azioni Palingeo risultavano negoziate a euro 5,44 per azione e le azioni I.CO.P. erano quotate a euro 10,70 (dieci/70) per azione. Dal semplice raffronto di tali valutazioni emerge un premio di circa + 10,3% rispetto all'ultimo prezzo ufficiale di chiusura per la parte che prevede il corrispettivo in contanti ed un premio di circa il + 24% per la parte che prevede il corrispettivo in azioni.

Le calcolazioni che conducono alla individuazione dei premi poc'anzi menzionati sono le seguenti:

Concambio = $1,728,000 / 2,736,000 = 0.6316$ I.CO.P. per ogni azione Palingeo

Valore implicito delle azioni Palingeo = $0.6316 \times 10.70 = € 6.7579$

Premio = $(6.7579 / 5.44) - 1 = + 24.2\%$

Allargando il campo di indagine riguardante l'andamento dei premi riconosciuti alla "parte in contanti" e alla "parte in azioni", analizzando le medie ponderate per i volumi dei prezzi dei titoli I.CO.P. e Palingeo nei mesi precedenti al 13 giugno 2025, si possono svolgere le seguenti ulteriori considerazioni. L'andamento dei prezzi del titolo Palingeo risulta coerente con "l'ipotesi di stazionarietà" e quindi esprime una media definita (si veda la Figura 1). Diversamente, il titolo I.CO.P. presenta un chiaro *trend* ascendente, non in linea con l'ipotesi di stazionarietà, atteso che la media non è definita (si veda la Figura 2).

Inoltre, dall'esame del titolo Palingeo emerge una chiara tendenza di ritorno dello stesso alla media ponderata per i volumi di 5.61, mentre il titolo I.CO.P. presenta un *trend* differente, che fa sì che non ci sia alcuna evidenza di ritorno verso la media ponderata per i volumi di 9.48.

Figura 1

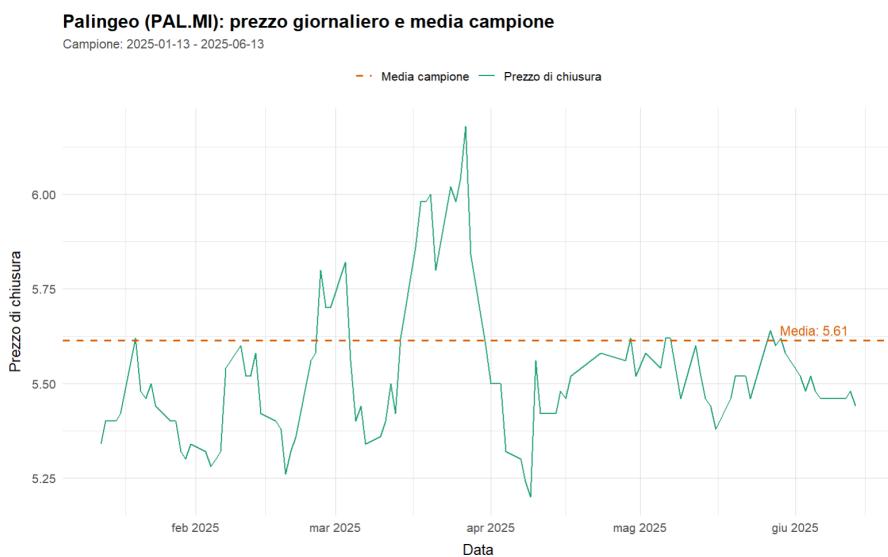


Figura 2



Alla luce di questi primi significativi rilievi, di seguito si riproduce una tabella che pone in evidenza i premi della “parte cash” e della “parte di concambio” riconducibili ai diversi valori dei titoli I.CO.P. e Palingeo assunti in diversi momenti dell’anno (e segnatamente al 13 giugno 2025 e a 1 mese, a 2 mesi, a 3 mesi e a 6 mesi prima di tale data), calcolati con medie dei prezzi ponderate per i volumi con diversi campioni.

TABELLA

Riferimento	Prezzi di mercato I.CO.P. (€)	Prezzi di mercato PALINGEO	Corrispettivo implicito offerto tramite concambio	Premio di mercato concambio (Palingeo=(12/19)*I.CO.P.)	implicito vs. parte cash (Palingeo =6)	Premio implicito
Valori sulla base dei prezzi al 13 giugno 2025	5,44	10,70	6.7579	24,2%		10,3%
Valori sulla base della	5,51	10,38	6.55	18,8%		8,8%

media
 ponderata
 dei prezzi a 1
 mese

Valori	sulla	5,52	10,29	6,50	17,7%	8,7%
--------	-------	------	-------	------	-------	------

base della
 media
 ponderata
 dei prezzi a 2
 mesi

Valori	sulla	5,69	9,96	6,29	10,5%	5,4%
--------	-------	------	------	------	-------	------

base della
 media
 ponderata
 dei prezzi a 3
 mesi

Valori	sulla	5,61	9,48	5,99	6,8%	6,9%
--------	-------	------	------	------	------	------

base della
 media
 ponderata
 dei prezzi a 6
 mesi

Tanto puntualizzato e per completezza di analisi, si può ulteriormente constatare che:

- 1) il 16 giugno 2025 le azioni Palingeo sono salite del 9.19 % rispetto alla chiusura del 13 giugno 2025, mentre le azioni I.CO.P. hanno chiuso con un incremento del 16.8%.
- 2) Il 5 settembre 2025 I.CO.P. ha emesso le 1.728.000 nuove azioni, deliberando l'aumento di capitale riservato a FLS Holding S.r.l. in esecuzione delle pattuizioni contenute nell'accordo prima d'ora

menzionato. Il comunicato dell'aumento di capitale di I.CO.P. indica un importo totale di euro 16.416.000 per l'emissione di 1.728.000 azioni, quindi un prezzo per azione pari a 9,50 euro.

Si noti che $9,50 * (1.728.000 / 2.736.000) = 6$.

Si noti altresì che il prezzo di I.CO.P. il 5 settembre 2025 era di circa 17 euro.

In questo scenario, il Panel ritiene di poter sostenere che il corrispettivo ottenuto da FLS Holding S.r.l per effetto del trasferimento del controllo di Palingeo abbia riguardato anche la parte non monetaria dell'operazione e che di tale componente, tutt'altro che poco significativa nell'ambito di una valutazione complessiva, si debba tener conto in ottica equitativa ai fini di una rideterminazione del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto. Ed a tal proposito, alla luce delle indicazioni dei valori dei titoli I.CO.P. e Palingeo riprodotti nella Tabella che precede, la determinazione del prezzo per azione Palingeo da corrispondere nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria di cui si discute, può essere pari alla media dei corrispettivi impliciti offerti tramite concambio risultanti rispettivamente alla data del 13 giugno 2025, a un mese, a due mesi, non a sei e tre mesi da tale data.

III. CONCLUSIONI.

In questa logica, il Panel, considerata la struttura complessiva dell'operazione oggetto della richiesta di intervento dello stesso, ritiene che una prudente valorizzazione del rapporto di scambio, sulla base degli andamenti del titolo Palingeo e del titolo I.CO.P. meglio descritti in narrativa, pure dal punto di vista delle diverse contestualizzazioni cronologiche, possa condurre alla determinazione del prezzo per azione Palingeo da corrispondere nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle stesse azioni

Palingeo pari a euro 6,61 (sei/61), sostituendo in questo modo il corrispettivo di euro 6 (sei/00) prima d'ora indicato nel prezzo di offerta.

* * *

Milano, 30 novembre 2025

I componenti del Panel

Prof. Avv. Emanuele Rimini

Prof. Carlo Favero

Prof. Avv. Matteo Rescigno