

Condizione MAE e allocazione del rischio nelle operazioni di M&A

Come si posiziona Intesa Sanpaolo nel caso MPS-Mediobanca

Il paper analizza la funzione delle clausole Material Adverse Effect (MAE) nelle operazioni di M&A, inquadrando l'allocazione del rischio tra signing e closing, il drafting della clausola e la soglia di materialità. Dopo un confronto con la giurisprudenza statunitense e con la disciplina britannica delle offerte pubbliche, l'articolo esamina la condizione MAE prevista nell'OPAS di Intesa Sanpaolo su MPS e le successive iniziative di MPS su Banco BPM e Banca Generali, valutando il rapporto tra MAE, altre condizioni di efficacia e posizione concretamente assunta dall'offerente.

Indice

MAE clauses e allocazione del rischio tra signing e closing	4
Il drafting della clausola: carve-outs e distribuzione dei rischi	5
La soglia di materialità nell'esperienza statunitense	6
La condizione MAE nelle offerte pubbliche.....	7
Il caso Intesa Sanpaolo-MPS	9
Conclusioni	14
Bibliografia	16

MAE clauses e allocazione del rischio tra signing e closing

Le operazioni di M&A sono spesso caratterizzate da uno scarto temporale tra il momento della sottoscrizione dell'accordo (*signing*) e quello del suo perfezionamento (*closing*). Durante questo intervallo, potrebbero verificarsi eventi negativi idonei a incidere sensibilmente sul valore della società target o, più in generale, sulle circostanze e sui parametri su cui l'acquirente ha fondato la propria decisione di investimento. Nell'architettura contrattuale dell'operazione sorge quindi la necessità di individuare su quale parte debba gravare il rischio che, prima del *closing*, l'assetto originariamente concordato subisca modifiche rilevanti per la parte in causa.

In questo quadro si inseriscono le clausole di matrice anglosassone *Material Adverse Effect* (MAE), frequentemente indicate anche come *Material Adverse Change* (MAC), ormai diffuse anche nella prassi italiana delle operazioni straordinarie. Tali clausole consentono di subordinare il perfezionamento dell'acquisizione all'assenza, nel periodo intercorrente tra *signing* e *closing*, di eventi idonei a produrre un effetto negativo sufficientemente rilevante sulla target o sulla stessa operazione (1).

La loro funzione fondamentale è dunque quella di allocare il rischio transitorio tra le parti, individuando quelle variazioni delle circostanze che l'acquirente non è tenuto a sopportare fino al *closing*. La presenza di una condizione di questo tipo non attribuisce tuttavia la facoltà all'acquirente di sottrarsi all'operazione ogni qualvolta questa risulti meno conveniente rispetto alle aspettative iniziali, ma è invece la formulazione negoziale della clausola che ne definisce concretamente la portata. Il confine tra un ordinario rischio dell'operazione e un mutamento sufficientemente rilevante da consentire all'acquirente di non procedere al *closing* dipende, dunque, in larga misura, dal grado di materialità dell'evento e dall'allocazione del rischio definita dalle parti (2).

Tale profilo assume particolare rilievo nell'ordinamento giuridico italiano, nel quale manca ancora una consolidata elaborazione giurisprudenziale specificamente dedicata alle MAE (3).

Il *drafting* della clausola: *carve-outs* e distribuzione dei rischi

Nella prassi, alla definizione generale degli eventi suscettibili di produrre effetti negativi rilevanti si accompagnano anche specifiche esclusioni, i *carve-outs*, attraverso i quali acquirente e venditore possono stabilire quali circostanze non verranno considerate ai fini della MAE, distribuendo così tra di loro le diverse categorie di rischio.

In linea generale, i rischi specificamente legati alla target tendono a rimanere a carico del venditore, mentre attraverso i *carve-outs* possono essere trasferiti sull'acquirente rischi esterni e più generali, come variazioni delle condizioni economiche o finanziarie, cambiamenti normativi o eventi che interessano complessivamente il settore nel quale opera la società. La loro concreta applicazione dipende comunque dal testo concordato dalle parti (4).

Ai *carve-outs* possono inoltre accompagnarsi delle eccezioni, definite *carve-backs* o *disproportionate-effect exceptions*, nelle quali un evento generale inizialmente escluso dalla MAE può tornare ad assumere rilevanza quando produce sulla target conseguenze sproporzionatamente più gravi rispetto a quelle subite dalle altre imprese nello stesso settore.

Il rischio viene quindi nuovamente trasferito sull'altra parte, almeno nella misura dell'effetto sproporzionato (4).

Questa struttura mostra come la qualificazione di un evento come MAE non dipenda soltanto dalla sua gravità in termini assoluti. Occorre verificare quale rischio le parti abbiano deciso di attribuirsi e se l'evento rientri nella definizione generale, in uno dei *carve-outs* o, eventualmente, in una delle eccezioni a questi ultimi. È proprio per questo che il *drafting* assume

un ruolo centrale nell'individuazione del confine tra un rischio che l'acquirente deve sopportare e uno che può incidere sul perfezionamento stesso dell'operazione.

Definito il perimetro della clausola, resta quindi da stabilire quale intensità debba raggiungere l'effetto negativo perché possa essere considerato effettivamente "material".

La soglia di materialità nell'esperienza statunitense

La rilevanza attribuita alla materialità dell'evento emerge con particolare chiarezza dalla giurisprudenza statunitense. Nell'esperienza del Delaware, l'invocazione di una MAE è tradizionalmente sottoposta ad una soglia particolarmente elevata, per evitare che la clausola diventi uno strumento attraverso il quale l'acquirente possa sottrarsi ad un'operazione divenuta semplicemente meno conveniente.

Un primo riferimento giurisprudenziale è rappresentato dal caso *IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc.* del 2001. Dopo aver concluso l'accordo per l'acquisizione di IBP, Tyson cercò di sottrarsi all'operazione invocando, tra gli altri motivi, il deterioramento della situazione della target. La Delaware Court of Chancery esclude tuttavia la sussistenza di una MAE e impose l'esecuzione dell'accordo. Il deterioramento riscontrato fu infatti considerato prevalentemente temporaneo e non tale da compromettere in modo duraturo le prospettive economiche complessive di IBP.

Il caso ha contribuito a delineare un'interpretazione restrittiva della clausola, secondo la quale un peggioramento temporaneo della performance non è di per sé sufficiente: l'evento deve incidere in maniera sostanziale sulla capacità reddituale complessiva della target in una prospettiva temporalmente significativa (5).

Di segno opposto è il caso *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* del 2018. Dopo la sottoscrizione dell'accordo, Akorn registrò un grave deterioramento delle proprie performance e

furono inoltre riscontrati problemi rilevanti e diffusi in materia di compliance regolamentare e integrità dei dati. In questo caso la Court of Chancery riconobbe l'esistenza di un *Material Adverse Effect* e ritenne valida la decisione di Fresenius di non procedere al closing; la decisione fu successivamente confermata dalla Delaware Supreme Court (6).

Il confronto tra i due casi permette quindi di individuare i due estremi entro i quali opera la clausola: un peggioramento contingente o una minore convenienza dell'acquisizione non sono sufficienti, mentre un deterioramento grave e duraturo delle condizioni della target può raggiungere la soglia richiesta per integrare una MAE. La valutazione resta comunque strettamente legata alla formulazione dell'accordo e alle circostanze concrete dell'operazione.

La condizione MAE nelle offerte pubbliche

Se nelle operazioni di *private M&A* la MAE opera principalmente nell'ambito dell'autonomia negoziale delle parti, nelle *public M&A* la tutela dell'offerente deve confrontarsi con ulteriori esigenze di certezza dell'offerta e di affidamento del mercato.

Nelle offerte pubbliche volontarie, l'offerente può subordinare l'efficacia dell'operazione a determinate condizioni, prevedendo tra queste che nel periodo precedente al suo perfezionamento non si verifichino eventi qualificabili come *Material Adverse Effect*.

La presenza di condizioni di questo tipo trova riscontro nella prassi italiana delle offerte pubbliche volontarie. Nei documenti d'offerta pubblicati dalla Consob ricorrono infatti condizioni relative, tra l'altro, al raggiungimento di determinate soglie, al rilascio delle necessarie autorizzazioni e al mancato verificarsi di eventi qualificati come MAC/MAE (7).

Tale tutela non può tuttavia tradursi nella possibilità di rinunciare all'offerta per un mutamento della sua convenienza: trattandosi di un'operazione rivolta al mercato, occorre infatti

tutelare anche l'affidamento degli investitori nelle condizioni inizialmente annunciate. Diventa quindi essenziale stabilire quando un evento sia sufficientemente rilevante da integrare una MAE e giustificare il mancato perfezionamento dell'operazione.

Il problema della soglia di materialità assume particolare rilevanza nella legislazione britannica. La **Rule 13.5 del UK Takeover Code** limita la possibilità per l'offerente di invocare una condizione dell'offerta, richiedendo, salvo alcune ipotesi specifiche, che le circostanze che ne determinano l'operatività assumano una *material significance* per l'offerente nel contesto dell'offerta (8).

La portata particolarmente restrittiva di tale criterio è emersa nel caso *WPP Group plc/Tempus Group plc*, sviluppatosi nel contesto delle conseguenze economiche degli attentati dell'11 settembre 2001. Il Takeover Panel esclude che il deterioramento delle prospettive della target fosse sufficiente a consentire a WPP di invocare la relativa *MAC condition*. Da tale precedente deriva il criterio, successivamente richiamato nella Practice Statement No. 5, secondo cui, in presenza di una generale condizione MAC, il mutamento deve assumere una rilevanza molto considerevole e incidere “*at the heart of the purpose of the transaction*” (9).

La tutela dal rischio di un mutamento sostanziale delle circostanze deve essere bilanciata con l'esigenza di preservare la certezza dell'offerta, circoscrivendo l'operatività della condizione ad eventi effettivamente idonei a incidere sul fondamento economico dell'operazione.

Il caso Intesa Sanpaolo-MPS

Nel panorama italiano delle offerte pubbliche il recente caso Intesa Sanpaolo-MPS offre un'applicazione particolarmente significativa delle condizioni MAE in questo tipo di operazioni.

L'8 giugno 2026 Intesa Sanpaolo ha annunciato un'OPAS volontaria sulla totalità delle azioni di Banca Monte dei Paschi di Siena, subordinandone l'efficacia, tra le altre condizioni, al mancato verificarsi di una MAE, definita attraverso una serie di eventi potenzialmente idonei a incidere sull'esito dell'operazione (10).

La condizione considera in primo luogo una serie di circostanze di carattere generale in grado di determinare modifiche in senso negativo della *situazione politica, finanziaria, economica, valutaria, sanitaria, normativa (anche contabile e di vigilanza) o di mercato*, qualora queste possano produrre effetti sensibilmente pregiudizievoli sull'offerta o sulla situazione delle parti (10).

Significativa è l'inclusione esplicita delle conseguenze derivanti dalle crisi politiche internazionali già in corso in Ucraina e Medio Oriente. Sebbene tali circostanze fossero già note al mercato al momento del lancio dell'OPAS, un loro deterioramento successivo può assumere comunque rilievo ai fini della condizione, sempre nel caso in cui gravi sulla conclusione stessa dell'operazione o qualora produca effetti pregiudizievoli sull'offerta o sui soggetti coinvolti (10).

Intesa non considera quindi rilevanti soltanto eventi completamente nuovi e imprevedibili, ma contempla anche l'aggravamento successivo di rischi già conosciuti al momento dell'annuncio. Questo mostra un esempio concreto di come il *drafting* della MAE determini chi sopporta il rischio dell'evoluzione di una circostanza già esistente.

A queste ipotesi la condizione aggiunge inoltre fatti o situazioni relativi a MPS o Intesa non comunicati o comunque non noti al mercato, nonché eventi riguardanti MPS suscettibili di incidere negativamente sulla sua *attività e/o la reputazione [...] e/o la sua situazione finanziaria, patrimoniale, economica e/o reddituale* (10).

La condizione MAE prevista da Intesa non riguarda quindi soltanto un eventuale peggioramento della situazione di MPS. Rientrano nella clausola anche eventi che possano

incidere negativamente sull'esecuzione dell'offerta e sul raggiungimento dei suoi obiettivi, comprendendo così rischi di diversa natura.

Al momento del lancio dell'OPAS, MPS aveva già acquisito il controllo di Mediobanca e le due società avevano avviato il percorso verso la fusione. Intesa ha quindi costruito la propria operazione tenendo conto di una MPS che comprendeva anche Mediobanca. Quest'ultima aveva infatti un ruolo preciso nel progetto di Intesa, che intendeva mantenerne le attività e il marchio e valorizzarne le competenze, soprattutto nel Corporate & Investment Banking (11). È quindi su questo assetto che Intesa ha definito gli obiettivi della propria offerta.

Questo equilibrio è però cambiato il 21 agosto 2026, quando MPS ha annunciato due nuove offerte pubbliche di scambio volontarie, rispettivamente sulla totalità delle azioni di Banco BPM (12) e di Banca Generali (13). Si tratta di operazioni che, qualora vengano portate a termine, modificherebbero il perimetro e la struttura del gruppo MPS rispetto a quelli esistenti al momento del lancio dell'OPAS di Intesa.

Non è possibile affermare automaticamente che le nuove operazioni di MPS costituiscano un *Material Adverse Effect*, ma è necessario chiedersi se una modifica così rilevante della target possa incidere sugli obiettivi e sul progetto sulla base dei quali Intesa aveva formulato la propria offerta, dal momento che la clausola comprende espressamente anche gli eventi suscettibili di incidere sulla sua esecuzione o sul raggiungimento dei suoi obiettivi.

Le nuove iniziative di MPS non devono però essere considerate soltanto alla luce della condizione MAE. Nell'OPAS, Intesa aveva infatti previsto anche altre condizioni di efficacia volte a tutelare l'assetto dell'operazione nel periodo precedente al suo perfezionamento. In particolare, MPS non avrebbe dovuto compiere operazioni in grado di determinare modifiche significative della propria situazione patrimoniale, economica o finanziaria, né operazioni incoerenti con

l'offerta e con le ragioni industriali e commerciali alla sua base. Tra gli atti espressamente considerati rientrano anche acquisizioni, fusioni e distribuzioni straordinarie (10).

Le offerte lanciate da MPS su Banco BPM e Banca Generali pongono quindi un problema ulteriore: stabilire se il cambiamento del perimetro della target debba essere valutato attraverso la generale condizione MAE oppure alla luce delle condizioni più specifiche previste da Intesa. Le due forme di tutela rispondono infatti a esigenze in parte diverse: la MAE protegge l'offerente rispetto a eventi capaci di incidere in modo rilevante sulla target o sull'operazione, mentre le condizioni specifiche individuano direttamente alcuni atti di MPS potenzialmente incompatibili con il progetto originario. La distinzione assume rilievo perché una condizione specifica individua già al momento del lancio dell'offerta determinati comportamenti della target considerati potenzialmente incompatibili con l'operazione, mentre la MAE richiede una valutazione più generale dell'effetto prodotto dal cambiamento. La presenza di entrambe le condizioni mostra quindi come la tutela dell'offerente non dipenda da una singola clausola, ma dall'insieme delle condizioni attraverso le quali vengono distribuiti i diversi rischi dell'operazione.

L'annuncio delle due OPS ha portato Intesa a intervenire presso la Consob. Il 26 agosto 2026 la banca ha presentato all'Autorità un esposto contenente considerazioni sulle operazioni annunciate da MPS, in particolare sulla corretta applicazione della *passivity rule* e sulla tutela dell'integrità del mercato (14).

In primo luogo, le due nuove offerte rappresenterebbero iniziative potenzialmente idonee a interferire con l'OPAS già promossa da Intesa e richiederebbero quindi un coinvolgimento degli azionisti di MPS. Tra i profili contestati rientrerebbe la scelta di convocare l'assemblea soltanto per il 29 ottobre, oltre due mesi dopo l'annuncio delle operazioni, sostenendo che l'autorizzazione

dei soci dovrebbe precedere, e non seguire, il lancio delle offerte. Le perplessità riguarderebbero inoltre l'attività svolta nel frattempo dal management di MPS per promuovere e preparare le nuove operazioni.

Inoltre, Intesa avrebbe sollevato dubbi sulle modalità e sui tempi con cui sono state diffuse alcune informazioni relative alle operazioni, comportamento che avrebbe potuto creare asimmetrie informative tra gli investitori.

Infine l'esposto metterebbe in discussione la possibilità di considerare l'OPS su Banca Generali del tutto indipendente dall'esito della propria offerta su MPS. In caso di successo dell'OPAS, infatti, il controllo di MPS passerebbe a Intesa, con possibili conseguenze sulla governance e sulla strategia della banca e, quindi, anche sulla prosecuzione delle operazioni appena annunciate (14).

Tali osservazioni non hanno tuttavia comportato un passo indietro di Intesa rispetto all'operazione. Il 10 settembre 2026 si è infatti tenuta l'assemblea straordinaria già convocata al momento del lancio dell'OPAS, chiamata ad autorizzare l'aumento di capitale necessario per l'emissione delle azioni da utilizzare come parte del corrispettivo. Nonostante le nuove iniziative annunciate nel frattempo da MPS, Intesa ha quindi proseguito secondo il percorso originariamente previsto: l'assemblea ha approvato la proposta con il 96,96% dei voti rappresentati e il CEO della banca Carlo Messina ha definito tale approvazione un "passaggio fondamentale" per la realizzazione dell'operazione. La posizione pubblicamente assunta da Intesa rimane quindi, allo stato attuale, quella di proseguire con l'OPAS, nonostante le nuove iniziative annunciate da MPS (15).

Il caso mostra quindi come la previsione di una MAE offra all'offerente uno strumento di protezione rispetto a cambiamenti rilevanti dell'operazione, senza implicarne un'attivazione

automatica. La scelta di Intesa di contestare le nuove iniziative di MPS davanti alla Consob, continuando al tempo stesso a portare avanti l'OPAS, evidenzia come la MAE rappresenti una delle possibili forme di tutela dell'offerente, e non una conseguenza necessaria di ogni mutamento delle circostanze.

Conclusioni

Il caso conferma così la natura della MAE come strumento di allocazione del rischio, piuttosto che come generica facoltà di ripensamento da parte dell'offerente.

La sua operatività dipende quindi dalla concreta formulazione della clausola delle parti e dalla materialità del cambiamento avvenuto nel contesto dell'operazione.

Bibliografia

TUF, d.lgs. 58/1998, artt. 101-bis ss.

1. PORTOLANO CAVALLO, *MAC clauses: drafting, enforceability and alternative remedies*, 8 febbraio 2012.
2. PORTOLANO CAVALLO, *Notes on the ABA 2019 European Private Target M&A Deal Points Study*, 2020.
3. CHAMBERS AND PARTNERS, *Corporate M&A 2026 – Italy*, Global Practice Guides, 2026.
4. AMERICAN BAR ASSOCIATION, *North American M&A Amid Fluctuating Trade Policy*, 2025.
5. DELAWARE COURT OF CHANCERY, *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation*, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001).
6. DELAWARE COURT OF CHANCERY, *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, C.A. No. 2018-0300-JTL (Del. Ch. 2018), *aff'd*, Delaware Supreme Court, No. 535, 2018.
7. CONSOB, *Documento di Offerta – offerta pubblica Eles/Mare*, 2025-2026.
8. THE TAKEOVER PANEL, *The Takeover Code, Rule 13.5 – Invoking conditions and pre-conditions*.
9. THE TAKEOVER PANEL, *Practice Statement No. 5 – Rule 13.5: Invoking conditions and pre-conditions*.
10. INTESA SANPAOLO S.P.A., *Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti – Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. sulla totalità delle azioni di Banca*

Monte dei Paschi di Siena S.p.A., 8 giugno 2026, in particolare § 1.5, Condizioni di Efficacia dell'Offerta, punto (vi) "Condizione MAE".

11. INTESA SANPAOLO S.P.A., *Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria sulla totalità delle azioni di Banca Monte dei Paschi di Siena per rafforzare ulteriormente la creazione di valore da leader europeo e il proprio ruolo per l'Italia*, 8 giugno 2026.
12. BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A., *Offerta Pubblica di Scambio sulla totalità delle azioni di Banco BPM S.p.A.*, comunicazione ex art. 102 TUF, 21 agosto 2026.
13. BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A., *Offerta Pubblica di Scambio volontaria sulla totalità delle azioni di Banca Generali S.p.A.*, comunicazione ex art. 102 TUF, 21 agosto 2026.
14. ANSA, *Intesa si rivolge alla Consob, esposto sulle offerte di Mps*, 26 agosto 2026.
15. INTESA SANPAOLO S.P.A., *Assemblea degli Azionisti – dichiarazioni del CEO Carlo Messina*, 10 settembre 2026.

