

Mr. Nicola Maione, *Chairman*

Banca Monte dei Paschi di Siena

By certified email (PEC): [segr.gen@postacert.gruppo.mps.it](mailto:segr.gen@postacert.gruppo.mps.it)

CC: Board of Directors and Board of Statutory Auditors

Dear Chairman Maione,

London, 16 March 2026

**Subject – Shareholders’ Meeting of Banca Monte dei Paschi di Siena of 15 April 2026: Proposals for liability actions pursuant to Article 2393 of the Italian Civil Code submitted by shareholder Bluebell Partners Ltd.**

The shareholder Bluebell Partners Ltd (“**Bluebell**”), holder of twenty-five ordinary shares of Banca Monte dei Paschi di Siena (“**MPS**” or the “**Bank**”), hereby submits to the Shareholders’ Meeting the following two resolutions pursuant to Articles 2392 and 2393 of the Italian Civil Code, to be voted on separately:

- **Resolution No. 1 – “*Liability action against director NICOLA MAIONE (Chairman) pursuant to Articles 2392 and 2393 of the Italian Civil Code. Related and consequential resolutions.*”**
- **Resolution No. 2 – “*Liability action against director LUIGI LOVAGLIO (General Manager and Chief Executive Officer) pursuant to Articles 2392, 2393 and 2396 of the Italian Civil Code. Related and consequential resolutions.*”**

I kindly ask you to make the proposal submitted by shareholder Bluebell available to shareholders on the website [www.gruppomps.it](http://www.gruppomps.it), ensuring equal and timely disclosure to all shareholders.

**I also take this opportunity to ask you to demonstrate a sense of responsibility and to declare your unwillingness to stand for a further term or, at the very least, to refrain from seeking the position of Chairman, as – in light of the facts set out below – such a role would be highly incompatible with the interests of the Bank and its shareholders.**

Yours sincerely,

Giuseppe Bivona

16 March 2026

Dear Shareholders,

The shareholder Bluebell Partners Ltd (“**Bluebell**”), holder of twenty-five ordinary shares of Banca Monte dei Paschi di Siena (“**MPS**” or the “**Bank**”), hereby proposes:

to resolve on the following two resolutions to be voted on separately:

- **Resolution No. 1** – *“Liability action against director NICOLA MAIONE (Chairman) pursuant to Articles 2392 and 2393 of the Italian Civil Code. Related and consequential resolutions.”*
- **Resolution No. 2** – *“Liability action against director LUIGI LOVAGLIO (General Manager and Chief Executive Officer) pursuant to Articles 2392, 2393 and 2396 of the Italian Civil Code. Related and consequential resolutions.”*

Below are the relevant facts that occurred during the 2025 financial year pursuant to Article 2393 of the Italian Civil Code.

\*

#### **WHEREAS**

- (i)* During the 2025 financial year, MPS carried out the business combination with Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Mediobanca**”)
- (ii)* The accounting treatment of business combinations is governed by the accounting standard IFRS 3 – *Business Combinations*, which provides that, in line with the overall framework of the international accounting standards IAS/IFRS, such transactions shall be accounted for by prioritizing economic substance over legal form, regardless of the legal form used to carry them out.

- (iii) Under the aforementioned IFRS 3 – *Business Combinations* standard, a business combination must be accounted for applying the so-called "*Acquisition Method*," which first requires the identification of the "*accounting acquirer*" (i.e., the entity that obtains control over the acquiree), which does not necessarily coincide with the "*legal acquirer*" (i.e., the entity that legally acquires the other entity).
- (iv) The identification of the "*accounting acquirer*" requires determining which shareholder group – that of the legal acquirer (MPS) or that of the legal acquiree (Mediobanca) – effectively exercises the power necessary to assert control. In other words, it is necessary to establish which entity is capable of dominating the shareholders' meeting, appointing directors, amending the bylaws, and, more generally, influencing governance. Where the offeror (the "*legal acquirer*") does not coincide with the "*accounting acquirer*," the transaction is classified as a "*reverse acquisition*."
- (v) Pursuant to the consolidation principles set out in IFRS 10 – *Consolidated Financial Statements*, the entity that as Parent Company exercises control is required to prepare the consolidated financial statements including the controlled entities. Consequently, in the context of a business combination accounted for using the acquisition method under IFRS 3, the consolidated financial statements of the group resulting from the transaction are prepared assuming the "*accounting acquirer*" as the parent, which consolidates the acquired entity.
- (vi) Any incorrect identification of the "*accounting acquirer*" results in a distortion of the entire consolidated financial statements, affecting the determination of the initial carrying amounts of the acquired entity's assets and liabilities, the recognition of *goodwill*, and the overall representation of the financial, economic, and equity position of the group resulting from the transaction. In such circumstances, the consolidated financial statements would not comply with the applicable international accounting standards, potentially resulting in misleading financial information provided to the market and to shareholders.

\*

**ALL OF THE ABOVE CONSIDERED:**

**PRIOR TO THE LAUNCH OF THE VOLUNTARY TOTAL PUBLIC EXCHANGE OFFER (“OPS”)** on Mediobanca shares, in the Information Document pursuant to Article 70 of the Issuers’ Regulation for the extraordinary shareholders’ meeting of 17 April 2025, dated 18 March 2025 and signed by Chairman Nicola Maione, MPS represented that:

*“IAS/IFRS accounting standards require that an accounting acquirer be identified for any business combination, regardless of the legal acquirer. In the specific case, the accounting acquirer is identified as BMPS.”*  
(MPS, Information Document pursuant to Article 70 of the Issuers’ Regulation, 18 March 2025)

This statement was not supported by the facts, as on 18 March 2025 no information was available regarding the outcome of the OPS and, therefore, as to which entity (Mediobanca or MPS) would exercise control over the banking group resulting from the combination (the “**New Banking Group**”).

In the above-mentioned document of 18 March 2025, MPS prepared pro-forma statements of the New Banking Group as of 31 December 2024, defining MPS as the “*accounting acquirer*” even in the event that the subscription percentage had been 100% – in which case the Mediobanca shareholders would have held well over 50% of the New Banking Group and would therefore have obtained de jure control.

Regarding the circumstance that it could not be excluded *ex ante* that the transaction might constitute a reverse acquisition, i.e., that the target company, Mediobanca, could turn out to be the “*accounting acquirer*” – **which, in fact, was precisely what occurred ex post (see below)** – reference is made to the opinion dated 29 July 2025 signed by Dr. Stefano Casagni (**Annex 1**), as well as the opinion dated 26 August 2025 by Dr. Michele Casò (**Annex 2**), requested respectively in the interest of Bluebell and Mediobanca.

Relying on the assumption that MPS was the “*accounting acquirer*” – thereby excluding from the outset the possibility that the business combination could even theoretically constitute a “*reverse acquisition*” – MPS carried out the capital increase to support the OPS without

publishing the prospectus required under Regulation (EU) 2017/1129. Instead of this document, MPS published, on 3 July 2025, together with the Offer Document, an “**Exemption Document**” from the prospectus pursuant to Delegated Regulation (EU) 2021/528.

Articles 3 and 1, paragraph 4, letter (f), paragraph 5, letter (e), and paragraph 6-bis, letter (a) of Regulation (EU) 2017/1129, as well as Delegated Regulation (EU) 2021/528, provide that, in the context of a public exchange offer, a prospectus must be published, allowing exemption from this requirement only if the transaction could not, ex ante, constitute a reverse acquisition. MPS unilaterally decided to rely on this exemption, despite being unable in any way to exclude the possibility that the actual control dynamics could reverse relative to the formal structure of the transaction, with the consequence that the shareholders of the target company (Mediobanca) could, upon completion of the transaction, hold de jure control of the offeror (MPS) – which, in fact, subsequently occurred (see below).

In the Offer Document, MPS further represented that “*As of the date of the Offer Document, to the Offeror’s knowledge, there are no shareholder agreements concerning the Offeror that are relevant pursuant to Article 122 of the TUF,*” thus excluding from the outset the existence of agreements that could have required certain MPS shareholders, also shareholders of Mediobanca, to grant control of the New Banking Group to MPS, regardless of the outcome of the OPS. In support of this, in the same Offer Document, MPS undertook “*within six months from the date of acquisition of control of Mediobanca, to submit to the ECB an integration plan*” which includes, inter alia, “*the corporate governance structure,*” which would therefore only be determined following the OPS, depending on the voting rights acquired.

On 31 July 2025, Bluebell notified the parties – **CONSOB** (“**Resistant Administration**”) and **MPS** (“**Interested Counterparty**”) – giving notice to Mediobanca of its appeal to the Lazio Regional Administrative Court (subsequently filed on 10 August, Case No. R.G. 8910/2025), to challenge the CONSOB resolution of 2 July 2025 approving the Offer Document, and censured the violation of Article 3 and the misapplication of Article 1, paragraph 4(f), paragraph 5(e), and paragraph 6-bis(a) of Regulation (EU) 2017/1129, as well as the violation of Delegated Regulation (EU) 2021/528, for MPS’s failure to publish the prospectus.

On 18 August 2025, MPS appeared in the proceedings in the person of the Chief Executive Officer, Mr. Luigi Lovaglio, requesting the dismissal of the appeal on the merits. On 27 August 2025, Mediobanca appeared in the proceedings, requesting:

*“...that the appeal be upheld, with annulment of the challenged measures and subject to the adoption of the most appropriate precautionary measures, with all legal consequences, including as regards the costs of the proceedings”*  
(Mediobanca, 27 August 2025, Statement of Appearance, Case No. R.G. 8910/2025, Lazio Regional Administrative Court).

Despite the OPS being underway, MPS did not inform the market. The appeal is currently pending, awaiting the scheduling of the merits hearing.

**UPON COMPLETION OF THE OPS**, the share capital of the New Banking Group consisted of 3,038,418,183 ordinary shares (of which 1,778,728,475 shares, equal to **59%** of the capital, were held by the Mediobanca shareholders, and the remaining 1,259,689,708 shares, equal to **41%** of the capital, were held by MPS shareholders). Therefore, at the date of acquisition, the Mediobanca shareholders **acquired an absolute majority of voting rights, i.e., de jure control of the New Banking Group**, thereby configuring, for accounting purposes, a reverse acquisition pursuant to the international accounting standards IFRS 3 – *Business Combinations*, with Mediobanca necessarily considered the “*accounting acquirer*,” i.e., the parent entity consolidating the controlled entities, including MPS.

It should be emphasized that this occurred **in the absence of any agreements, even if hidden and therefore legally ineffective, between Mediobanca shareholders, MPS shareholders, and MPS directors, aimed at transferring control of the New Banking Group to MPS regardless of the de jure control exercised by the Mediobanca shareholders**. In this regard, MPS’s Chief Executive Officer, Luigi Lovaglio, and the main MPS shareholders who are also shareholders of Mediobanca, expressly denied the existence of such agreements – which became the subject of investigation in the criminal proceedings 13178/2025 R.G.N.R. mod. 21 – thereby providing further evidence of the erroneous decision by MPS to qualify Mediobanca as the “*accounting acquirer*.”

**nevertheless,**

MPS, under the leadership of Chairman Nicola Maione and Chief Executive Officer Luigi Lovaglio, prepared the financial statements as of 30 September 2025 and, on 10 March 2026, approved the 2025 Draft Financial Statements, which will be submitted for approval to the shareholders' meeting on 15 April 2026, based on the perspective that MPS (the "legal acquirer") also qualifies as the "accounting acquirer" and, therefore, as the "Parent" entity required to consolidate Mediobanca in the consolidated financial statements (and not vice versa):

*"The Offer enabled the Parent to obtain control of Mediobanca and constitutes a 'business combination' within the scope of IFRS 3. The standard requires the application of the acquisition method, under which, at the acquisition date – identified as the settlement date of the Offer (15 September 2025) – the Parent, as acquirer, must, in summary, allocate the cost of the combination (so-called PPA, "Purchase Price Allocation") to the identifiable acquired assets and assumed liabilities, both measured at their respective fair values. Any excess of the combination cost not allocated must be recognized, if positive, as goodwill, or, if negative, as negative goodwill (negative goodwill or badwill)," with "Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A." indicated as the "Parent."*

(MPS, Financial Statements as of 30 September 2025)

*"[...] following the acquisition of Mediobanca and its subsidiaries, these results reflect the consolidation of balance sheet effects from 30 September 2025, while the economic effects are consolidated from 1 October 2025 [...]. These results incorporate the effects of the acquisition of Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") and its subsidiaries, subject to first-time consolidation as of 30 September 2025."*

(MPS, Press Release "Banca MPS: the Board of Directors approves preliminary consolidated results as of 31 December 2025", 10 March 2026)

### IN ADDITION:

The Public Prosecutor's Office of Milan has already initiated criminal investigations regarding the alleged qualification of MPS as the "accounting acquirer," which underlies the preparation of the consolidated financial statements as of 30 September 2025 and the approval of the 2025 Draft Financial Statements – a scenario which, if confirmed, could constitute false corporate communications, information manipulation, and prospectus misrepresentation.

In particular, on 26 February 2026, while appearing before the Parliamentary Commission of Inquiry on the Banking and Insurance System, the Public Prosecutor of the Tribunal of Milan, Dr. Marcello Viola, referring to certain public statements made by MPS's Chief Executive Officer, Luigi Lovaglio, regarding the supposed exercise of control over the New Banking Group by MPS, declared the following:

*“Such a public statement of being able to control Mediobanca after the success of the OPS, and, in some respects, the very qualification of MPS as the ‘accounting acquirer’ in the information document, seems logically incompatible with the post-subscription shareholding structure, which would see Mediobanca’s shareholders retain the majority of voting rights in the newly formed banking group, unless, precisely, one does not consider the agreement between Caltagirone, Delfin, and Lovaglio, as it appears to emerge, in our opinion, from the intercepted telephone communications.”*

(Public Prosecutor’s Office, Dr. Marcello Viola, 26 February 2026)<sup>1</sup>

The circumstance, already the subject of reports in the criminal proceedings, has also been “highlighted” in the criminal case investigating the existence of hidden agreements between MPS/Mediobanca shareholders and MPS’s Chief Executive Officer, Dr. Lovaglio:

*“From another perspective, but still with reference to transparency and correctness of information, the contents of two criminal complaints filed by BMPS shareholder Giuseppe Bivona (on record), which highlight, as easily foreseeable but concealed by the offeror, the phenomenon of the so-called reverse acquisition, which occurs in the case of an OPS, where the offeror (in the present case BMPS) is, following the exchange, effectively controlled by the shareholders of the company subject to the offer (MEDIOBANCA).”*

(Public Prosecutor’s Office of Milan, decree of personal and premises search and simultaneous seizure – Articles 250 et seq. of the Italian Code of Criminal Procedure, Case No. 13178/2025 R.G.N.R. mod. 21, 25 November 2025)

\*\*\*

All of the above considered, Chairman Nicola Maione and Chief Executive Officer Luigi Lovaglio, as leading officers, would have breached their duties of diligence, fairness, and transparency in corporate management and the preparation of the financial statements, obligations imposed by Articles 2381, 2391, and 2392 of the Italian Civil Code.

These duties include the obligation to present the company’s financial, economic, and equity position truthfully, correctly, and clearly, as well as to adequately inform the shareholders’ meeting and the supervisory bodies of relevant facts.

---

<sup>1</sup> <https://webtv.senato.it/webtv/commissioni/audizione-commissione-di-inchiesta-sul-sistema-bancario-12>

**To date, neither the shareholders nor the market have been able to ascertain the economic, financial, and equity position resulting from Mediobanca's acquisition of control over MPS.**

Failure to comply with these obligations constitutes a breach of the diligence required of directors, exposing the company to potential liability arising from inaccurate or misleading reporting.

The conduct in question is capable of causing both actual and potential harm to the company. Firstly, non-compliant accounting representation and the failure to correctly identify the accounting acquirer expose the company to possible challenges by shareholders, with the consequent risk of legal actions for damages.

Moreover, improper governance management and violation of transparency principles increase exposure to civil and administrative liability, undermining investor and market confidence and causing reputational damage, which may result in direct and indirect economic effects on the banking group.

In light of the above, it appears appropriate that neither Chairman Maione nor CEO Lovaglio (the latter excluded from the so-called "Board List" announced on 4 March 2026) participate in the new Board of Directors, nor hold the position of Chairman (Maione), to be appointed by the Shareholders' Meeting on 15 April 2026. This is intended to allow the Board to conduct a fully autonomous and impartial review of the correctness of the accounting operations and governance, without any possibility of influence from the previously responsible Chair and CEO involved.

\*

**RESOLUTIONS TO BE SUBMITTED FOR SHAREHOLDER VOTE  
SEPARATELY:**

- Resolution No. 1 – *“Liability action against Director NICOLA MAIONE (Chairman) pursuant to Articles 2392 and 2393 of the Italian Civil Code. Related and consequential resolutions.”*
- Resolution No. 2 – *“Liability action against Director LUIGI LOVAGLIO (General Manager and Chief Executive Officer) pursuant to Articles 2392, 2393, and 2396 of the Italian Civil Code. Related and consequential resolutions.”*

## Resolution

After conducting the necessary verifications to ascertain the incorrectness of the consolidation method, by having presented Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. – rather than Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. – as the ‘*accounting acquirer*’, it is proposed to authorize the exercise of the corporate derivative action pursuant to Articles 2392, 2393, and 2396 of the Italian Civil Code, as well as any other initiative deemed appropriate, including by way of recourse or subrogation, aimed at seeking compensation for any patrimonial and non-patrimonial damages (including reputational damages) suffered or incurred by the Bank as a consequence of the ascertained breach, also in conjunction with other parties, and for the violation of any other statutory or regulatory provision governing the standards of conduct that members of senior management and directors must follow in performing their duties, as well as any other applicable law, including Article 2043 of the Italian Civil Code, concerning, by way of example and not limitation, all patrimonial and non-patrimonial damages, including reputational damages, arising from the facts set out above.

\*

### Annexes:

- **Annex 1** – Tanini Casagni Study – OPS MPS Mediobanca – Opinion on the Possible Qualification as Reverse Acquisition (29 July 2025)
- **Annex 2** – Dr. Michele Casò, Opinion on Reverse Acquisition in the Interest of Mediobanca (26 August 2025)

**DOTT. STEFANO CASAGNI**

VIALE G. AMENDOLA, 14 - 50121 FIRENZE

Tel. 055 2340436/7 - Fax 055 244982 - E-mail: casagni@studiotanini.it

FRANCESCO TANINI

FRANCESCO MANCINI

STEFANO CASAGNI

FRANCESCA TANINI

MARCO TANINI

dottori commercialisti  
associazione professionale

**OPERAZIONE PUBBLICA DI SCAMBIO (OPS)**

**MPS-MEDIOBANCA**

**\***

**PARERE IN MERITO ALLA**

**CONFIGURABILITÀ DELL'AGGREGAZIONE AZIENDALE**

**COME**

**'ACQUISIZIONE INVERSA' (IFRS 3)**

**CONSEQUENTI EFFETTI SUGLI OBBLIGHI DI *DISCLOSURE***

## INDICE

<b>1.</b>	<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>3</b>
1.1.	Premessa e finalità dell'incarico.....	3
1.2.	Principale documentazione esaminata .....	3
1.3.	Assunzioni e limitazioni .....	4
<b>2.</b>	<b>L'OPS MPS SU MEDIOBANCA.....</b>	<b>4</b>
<b>3.</b>	<b>CENNI SULL' "ACQUISIZIONE INVERSA".....</b>	<b>5</b>
3.1.	Definizione .....	5
3.2.	Il principio contabile IFRS 3 (Aggregazioni Aziendali) e IFR 10 (Bilancio Consolidato).....	6
3.3.	Obblighi di <i>disclosure</i> sull'OPS nel caso di " <i>acquisizione inversa</i> " .....	9
<b>4.</b>	<b>APPLICAZIONE IFRS 10 E 3 ALL'OPS MPS-MEDIOBANCA.....</b>	<b>11</b>
4.1.	Valutazione del " <i>controllo</i> " (IFRS 10).....	11
4.2.	Gli indicatori al paragrafo B15 (IFRS 3) .....	14
<b>5.</b>	<b>RISPOSTA AI QUESITI.....</b>	<b>18</b>
5.1.	Primo quesito: Configurabilità dell'OPS MPS come ' <i>acquisizione inversa</i> '.18	
5.2.	Secondo quesito: Applicabilità dell'esenzione all'obbligo del prospetto .....	18

## 1. INTRODUZIONE

### 1.1. Premessa e finalità dell'incarico

In data 4 luglio 2025, il sottoscritto dott. Stefano Casagni, dottore commercialista, con studio in Firenze, Viale G. Amendola, n. 14, ha ricevuto dalla società Bluebell Partners Limited (di seguito "Bluebell Partners") l'incarico di redigere un parere in materia contabile al fine di rispondere ai quesiti di seguito illustrati aventi ad oggetto l'Operazione Pubblica di Scambio ("OPS") proposta il 24 gennaio 2025 da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (di seguito, anche solo "MPS" o "Banca") su Mediobanca - Banca di Credito Finanziario Società (di seguito, anche solo "Mediobanca").

Nello specifico allo scrivente è stato richiesto di:

- **Primo quesito:** verificare se l'operazione di acquisizione di Mediobanca da parte di MPS possa costituire un'acquisizione inversa come definita dal principio contabile internazionale IFRS 3, tenuto conto della sostanza economica dell'operazione e delle regole contabili di riferimento;
- **Secondo quesito:** verificare se, in relazione all'operazione in esame, sussistano i presupposti per l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, per effetto della pubblicazione del Documento di Esenzione, in conformità alla disciplina unionale e nazionale in materia di informativa finanziaria applicabile alle offerte pubbliche di scambio.

\*

### 1.2. Principale documentazione esaminata

Al fine della redazione del presente parere lo scrivente si è basato sulla seguente documentazione disponibile sui siti di MPS ([www.gruppomps.it](http://www.gruppomps.it)) e Mediobanca ([www.mediobanca.com](http://www.mediobanca.com)) da intendersi parte integrante dello stesso:

- MPS, Comunicazione ex articolo 102 TUF del 24 gennaio 2025;
- MPS, Documento Informativo ai sensi dell'articolo 70 del Regolamento Emittenti Aumento di capitale a servizio dell'OPS, Assemblea straordinaria del 17 aprile 2025;
- MPS, Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione sul Punto 1) all'Ordine del Giorno - Approvazione aumento di capitale a servizio dell'OPS, Assemblea straordinaria del 17 aprile 2025;
- MPS, Integrazione su richiesta della CONSOB della Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione sul Punto 1) all'Ordine del Giorno - Approvazione aumento di capitale a servizio dell'OPS, Assemblea straordinaria del 17 aprile 2025;



- MPS, Documento di Offerta OPS del 3 luglio 2025;
- MPS, Documento di Esenzione OPS del 3 luglio 2025;
- Mediobanca, Comunicato Stampa “*Mediobanca rigetta l’OPS di MPS non concordata e fortemente distruttiva di valore*” del 28 gennaio 2025;
- Mediobanca - Comunicato Emittente ex Art. 103 TUF del 11 luglio 2025;
- Mediobanca - Comunicato Stampa “*Approvato il comunicato dell’emittente in relazione all’OPS di MPS su Mediobanca l’offerta di MPS, ostile e priva di razionale, non è conveniente per gli azionisti Mediobanca il corrispettivo non è congruo e del tutto inadeguato*” dell’11 luglio 2025;
- Articolo sul Corriere della Sera del 29 luglio 2025 dal titolo “*Piu tech e digitale, valore dalle banche*”.

\*

### 1.3. Assunzioni e limitazioni

Nella redazione del presente parere si è tenuto conto delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- non è stata effettuata alcuna forma di revisione della documentazione di natura contabile e extracontabile esaminata, in quanto attività non comprese nel presente incarico;
- con riferimento ai dati quantitativi contenuti nei documenti utilizzati, non sono state svolte verifiche contabili integrative;
- le conclusioni raggiunte nel presente parere sono basate sul complessivo contenuto dello stesso; pertanto, nessuna parte di esso potrà essere utilizzata disgiuntamente dal contesto del documento assunto nella sua interezza.

Nel prosieguo, l’esposizione seguirà il seguente ordine:

- in primo luogo, verrà fornita una sintetica illustrazione dei fatti;
- in secondo luogo, saranno esaminati i principi contabili di riferimento e le analisi dai medesimi prescritte per stabilire se sia configurabile una c.d. acquisizione inversa;
- successivamente, i risultati di tali analisi verranno applicati al caso specifico dell’operazione MPS–Mediobanca;
- infine, si trarranno le conclusioni, in risposta ai quesiti sottoposti allo scrivente.

## 2. L’OPS MPS SU MEDIOBANCA

In data 24 gennaio 2025, MPS ha annunciato il lancio di un’Offerta Pubblica di Scambio (OPS) volontaria avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Mediobanca.

Successivamente, in data 28 gennaio 2025, Mediobanca ha comunicato di considerare l’OPS come operazione “*non concordata*” e “*ostile*”; ciò è stato ribadito nel Comunicato dell’Emittente ex art. 103 del TUF pubblicato l’11 luglio 2025.



Nel frattempo, il 3 luglio 2025, MPS ha pubblicato il Documento di Offerta, approvato da CONSOB, unitamente al Documento di Esenzione (sostitutivo del prospetto informativo), ritenendo applicabile la disciplina prevista dal Regolamento (UE) 2017/1129 per le operazioni pubbliche di scambio.

Al momento del lancio dell'OPA, MPS presentava una capitalizzazione di mercato di circa 9 miliardi di euro contro una capitalizzazione di circa 13 miliardi di euro di Mediobanca.

L'offerta prevede il riconoscimento di 2,533 azioni MPS di nuova emissione per ciascuna azione Mediobanca conferita in adesione.

L'OPS prevede una soglia di adesione del capitale di Mediobanca pari al pari al 66,67% (Condizione di Soglia), con la possibilità per MPS di rinunciare, a condizione che le azioni portate in adesione rappresentino almeno il 35% del capitale (Condizione di Soglia Minima).

MPS, peraltro, ha indicato come obiettivo dell'OPS l'acquisizione dell'intero capitale sociale di Mediobanca.

Evidentemente, a seconda del livello di adesione, la struttura dell'azionariato post-operazione varierà significativamente, in quanto:

- in caso di adesione totalitaria (100%), i soci di Mediobanca verrebbero a detenere circa il 63% del nuovo gruppo, mentre gli attuali azionisti di MPS ne conserverebbero il 37%.
- in caso di adesione in misura corrispondente alla Condizione di Soglia (66,67%), i soci di Mediobanca verrebbero a detenere circa il 53% del nuovo gruppo, mentre gli attuali azionisti di MPS ne conserverebbero il 47%.
- in caso di adesione pari alla Condizione di Soglia Minima (35%), i soci di Mediobanca verrebbero a detenere circa il 37% del nuovo gruppo, contro il 63% in capo agli azionisti di MPS.

L'offerta è attualmente in corso. Il periodo di adesione è iniziato il 14 luglio 2025 e terminerà l'8 settembre 2025.

### **3. CENNI SULLA NOZIONE CONTABILE DI "ACQUISIZIONE INVERSA"**

#### **3.1. Definizione**

Spesso un'operazione di aggregazione aziendale può essere realizzata attraverso diverse forme giuridiche, pur presentando, nella sostanza, lo stesso contenuto economico.

Si pensi, ad esempio, alla fusione tra due società: Alfa, controllata dal socio X, e Beta, controllata dal socio Y.

L'operazione può essere strutturata in modi differenti. Alfa potrebbe essere incorporata in Beta, con i soci X e Y che diventano azionisti di Beta, la quale in tal modo controllerà il 100% di Alfa.



Oppure, al contrario, Beta potrebbe essere incorporata in Alfa, con i due soci che diventano azionisti di Alfa, la quale acquisisce il controllo totale su Beta.

Anche se le due configurazioni giuridiche sono formalmente diverse, la sostanza economica dell'operazione è nella fattispecie identica.

La questione centrale per la individuazione della nozione che qui interessa, quindi, non è “*chi incorpora chi*”, da un punto di vista legale, ma chi esercita *effettivamente* il controllo da un punto di vista sostanziale.

Quando l'entità che detiene il controllo sotto il profilo sostanziale risulta essere, dal punto di vista giuridico, quella formalmente acquisita, si è in presenza di una c.d. acquisizione inversa<sup>1</sup>.

Come riportato nella nota, un esempio tipico di acquisizione inversa è rappresentato dalle combinazioni aziendali realizzate tramite le c.d. *Special Purpose Acquisition Companies* o SPAC.

In tali operazioni, una società privata viene generalmente "acquisita" da una SPAC già quotata in borsa. Tuttavia, dal punto di vista contabile, è spesso la società privata a essere considerata l'effettiva acquirente, pur essendo la SPAC l'acquirente dal punto di vista legale e formale.

\*

### 3.2. Il principio contabile IFRS 3 (Aggregazioni Aziendali) e IFRS 10 (Bilancio Consolidato)

In coerenza con il quadro normativo-contabile regolato dal codice civile e dagli International Financial Reporting Standards (IFRS/IAS), anche il principio contabile *IFRS 3-Aggregazioni Aziendali*, che disciplina le aggregazioni aziendali, si fonda sull'impostazione metodologica che privilegia la sostanza economica delle operazioni rispetto alla loro forma giuridica.

In applicazione di tale principio di redazione del bilancio, la rappresentazione contabile della *business combination* deve riflettere la realtà sostanziale dell'operazione, a prescindere dalla veste giuridica utilizzata per la sua realizzazione.

<sup>1</sup> “Si ha un'acquisizione inversa quando l'entità che emette i titoli (l'acquirente giuridico) è identificata come l'acquisita ai fini contabili, sulla base delle indicazioni riportate nei paragrafi B13–B18. Affinché l'operazione possa essere considerata una acquisizione inversa, l'entità di cui vengono acquisite le interessenze (l'acquisita giuridica) deve essere l'acquirente ai fini contabili. Per esempio, talvolta si hanno acquisizioni inverse quando una entità operativa privata intende diventare una entità quotata ma non vuole quotare le proprie azioni ordinarie. Per realizzare ciò, l'entità privata si accorderà con una entità quotata affinché acquisisca le sue interessenze in cambio delle interessenze dell'entità quotata. In quest'esempio, l'entità quotata è l'**acquirente giuridico** perché ha emesso le proprie interessenze, mentre l'entità privata è l'**acquisita giuridica** perché le sue interessenze sono state acquisite. Tuttavia, l'applicazione delle indicazioni riportate nei paragrafi B13–B18 comporta che si identifichi: (a) l'entità quotata come l'**acquisita** ai fini contabili (l'acquisita contabile); e (b) l'entità privata come l'**acquirente** ai fini contabili (l'acquirente contabile). Affinché l'operazione possa essere contabilizzata come acquisizione inversa, l'acquisita contabile deve soddisfare la definizione di attività aziendale, e si applicheranno tutti i principi di rilevazione e valutazione di cui al presente IFRS, inclusa la disposizione relativa alla rilevazione dell'avviamento” (IFRS 3, Guida Applicativa, Paragrafo B19)



Elemento centrale di tale rappresentazione — e, dunque, del corretto funzionamento del sistema — è l'identificazione dell'entità acquirente, da distinguersi con chiarezza dall'entità acquisita, in quanto su tale distinzione si fonda la successiva rilevazione contabile dell'operazione.

Nel principio IFRS 3, l'“acquirente” viene definito come “l'entità che acquisisce il controllo dell'acquisita” (IFRS 3, Appendix A, Definizioni); ne consegue che l'aspetto determinante per stabilire chi sia la parte acquirente è stabilire chi ottiene il “controllo” post-aggregazione.

Ai fini dell'accertamento del “controllo”, il principio IFRS 3 rimanda ai criteri stabiliti dal principio “IFRS 10-Bilancio Consolidato”<sup>2</sup>.

Il principio IFRS 10 prevede che un'entità eserciti il controllo su un'altra quando (i) partecipi ai suoi risultati economici, (ii) abbia potere su di essa e (iii) l'esercizio del potere sia tale da incidere sui suoi risultati economici<sup>3</sup>.

Quindi la nozione di “controllo” si fonda su tre elementi fondamentali: esposizione ai risultati<sup>4</sup>, esercizio del potere decisionale<sup>5</sup> e correlazione tra l'esercizio del potere decisionale ed i risultati<sup>6</sup>, tutte nozioni precisate nel principio IFRS 10.

Qualora i criteri stabiliti dal principio IFRS 10 non consentano di determinare con certezza quale parte eserciti il “controllo” — e dunque sia identificabile come l'“acquirente” — la guida applicativa

<sup>2</sup> “La guida disponibile nello LAS 10 Bilancio consolidato e separato deve essere utilizzata per identificare l'acquirente—l'entità che acquisisce il controllo dell'acquisita” (IFRS 3, Guida Applicativa, Paragrafo B13)

<sup>3</sup> “6 - Un investitore controlla l'entità partecipata quando è esposto a rendimenti variabili, o detiene diritti su tali rendimenti, derivanti dal proprio coinvolgimento nella stessa e nel contempo ha la capacità di incidere su tali rendimenti esercitando il proprio potere su tale entità”; “7 - Pertanto, un investitore controlla l'entità partecipata se e solo se ha contemporaneamente: a) il potere sull'entità partecipata; b) l'esposizione o i diritti a rendimenti variabili derivanti dal coinvolgimento nell'entità partecipata; e c) la capacità di esercitare il proprio potere sull'entità partecipata per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti” (IFRS 10, Controllo)

<sup>4</sup> con riguardo alla nozione di “rendimenti”: “15- Un investitore è esposto o ha diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio coinvolgimento nell'entità partecipata quando i rendimenti che gli derivano da tale rapporto sono suscettibili di variare in relazione all'andamento economico dell'entità partecipata. I rendimenti dell'investitore possono essere solo positivi, solo negativi o sia positivi che negativi” “16 - Benché un unico investitore possa controllare l'entità partecipata, più parti possono dividerne i rendimenti. Per esempio, i titolari di partecipazioni di minoranza possono condividere i profitti o i dividendi dell'entità partecipata” (IFRS 10, Obiettivo, “Rendimenti”)

<sup>5</sup> con riguardo alla nozione di “potere”: “10 - Un investitore ha potere sull'entità partecipata quando detiene validi diritti che gli conferiscono la capacità attuale di dirigere le attività rilevanti, ossia le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell'entità partecipata”; “11 - Il potere deriva dai diritti. In alcuni casi l'accertamento del potere è immediato, come nel caso in cui il potere sull'entità partecipata si ottiene direttamente e unicamente attraverso i diritti di voto conferiti da strumenti rappresentativi di capitale come le azioni, e può essere determinato considerando i diritti di voto derivanti da tali partecipazioni. In altri casi, la verifica sarà più complessa ed è necessario considerare più fattori, per esempio nel caso in cui il potere risulti da uno o più accordi contrattuali”; “12- Un investitore con la capacità attuale di dirigere le attività rilevanti ha potere anche se i diritti di dirigere tali attività non sono stati ancora esercitati. La circostanza che l'investitore stia dirigendo le attività rilevanti può aiutare a stabilire se esso ha potere, ma tale evidenza non costituisce di per sé un elemento conclusivo per stabilire se un investitore ha potere sull'entità partecipata” (IFRS 10, “Potere”)

<sup>6</sup> con riguardo alla “correlazione tra potere e rendimenti”: “17-Un investitore controlla l'entità partecipata se, oltre ad avere il potere su di essa e l'esposizione o il diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio coinvolgimento nell'entità partecipata, ha anche la capacità di esercitare il proprio potere per incidere sui rendimenti derivanti da tale coinvolgimento”; “18-Pertanto un investitore che abbia il diritto di assumere decisioni deve stabilire se opera in conto proprio (c.d. preponente o “principal”) ovvero come un agente per conto di terzi (c.d. “agent”). Un investitore che operi da agente, secondo quanto previsto dai paragrafi B58-B72, non controlla l'entità partecipata quando esercita il diritto delegato di prendere decisioni?” (IFRS 10, “Correlazione tra potere e rendimenti?”)

dell'IFRS 3 richiede di valutare una serie di indicatori<sup>7</sup> da prendere in considerazione per individuare chi detenga effettivamente il “controllo”.

La guida sostiene che in un'aggregazione aziendale realizzata tramite pagamento in denaro, conferimento di attività o assunzione di passività, l'acquirente è di norma l'entità che effettua il trasferimento o si assume l'onere<sup>8</sup> e “generalmente” la società aggregante che detiene il controllo è quella di dimensioni maggiori<sup>9</sup>.

Si tratta, tuttavia, di indicazioni non necessariamente decisive per risolvere la problematica.

Tra gli elementi rilevanti considerati dal principio contabile per individuare l'acquirente di una aggregazione aziendale realizzata mediante scambio di strumenti rappresentativi di capitale sono significativi al fine di stabilire la presenza di un'acquisizione inversa i seguenti, ricavati dal testo del paragrafo B15 dell'Appendice B:

*“In una aggregazione aziendale realizzata essenzialmente attraverso lo scambio di interessenze, l'acquirente è generalmente l'entità che emette le interessenze. Tuttavia, in alcune aggregazioni aziendali, comunemente definite 'acquisizioni inverse', l'entità che effettua l'emissione è l'acquisita. I paragrafi B19—B27 forniscono indicazioni sulla contabilizzazione delle acquisizioni inverse. Ai fini dell'identificazione dell'acquirente in una aggregazione aziendale realizzata attraverso lo scambio di interessenze, si devono prendere in considerazione anche altri fatti e circostanze pertinenti, tra cui:*

**(a) i relativi diritti di voto nell'entità risultante dopo l'aggregazione aziendale.**

*Generalmente l'acquirente è l'entità aggregante i cui soci, nel loro insieme, mantengono o ricevono la maggior parte dei diritti di voto nell'entità risultante dall'aggregazione. Onde stabilire quale gruppo di soci mantiene o riceve la maggior parte dei diritti di voto, una entità deve considerare l'esistenza di accordi e opzioni di voto insoliti o speciali, di warrant o di titoli convertibili;*

**(b) l'esistenza di una ampia interessenza di minoranza con diritto di voto nell'entità risultante dall'aggregazione se nessun altro socio o gruppo organizzato di soci detiene una interessenza significativa con diritto di voto.**

<sup>7</sup> “Se si è verificata una aggregazione aziendale ma l'applicazione della guida nello LAS 10 non indica chiaramente quale delle entità partecipanti all'aggregazione sia l'acquirente, ai fini di tale determinazione si devono considerare i fattori riportati nei paragrafi B14—B18” IFRS 3, Guida Applicativa, Paragrafo B13).

<sup>8</sup> “In una aggregazione aziendale realizzata essenzialmente mediante trasferimento di disponibilità liquide o di altre attività oppure mediante assunzione di passività, l'acquirente è generalmente l'entità che trasferisce le disponibilità liquide o le altre attività oppure che assume le passività” (IFRS 3, Guida Applicativa, Paragrafo B14)

<sup>9</sup> “Generalmente l'acquirente è l'entità aggregante le cui dimensioni relative (valutate per esempio in base alle attività, ai ricavi o agli utili) sono notevolmente superiori a quelle dell'(e) altra(e) entità aggregante(i)” (IFRS 3, Guida Applicativa, Paragrafo B16)

*Generalmente l'acquirente è l'entità aggregante i cui singoli soci o un gruppo organizzato di soci detengono diritti di voto che attribuiscono la più ampia interessenza di minoranza nell'entità risultante dall'aggregazione;*

**(c) la composizione dell'organo di governo dell'entità risultante dall'aggregazione.**

*Solitamente l'acquirente è l'entità aggregante i cui soci sono in grado di eleggere, nominare o destituire la maggioranza dei membri dell'organo di governo dell'entità risultante dall'aggregazione;*

**(d) la composizione dell'alta dirigenza dell'entità risultante dall'aggregazione.**

*Solitamente l'acquirente è l'entità aggregante la cui (ex) dirigenza prevale nella dirigenza dell'entità risultante dall'aggregazione;*

**(e) le condizioni di scambio di interessenze.**

*Solitamente l'acquirente è l'entità aggregante che paga un premio sul fair value (valore equo) precedente all'aggregazione dell'interessenze partecipative dell'(e) altra(e) entità aggregante(i)*

(IFRS 3, Guida Applicativa, Paragrafo B15)

In sostanza, ai fini dell'individuazione dell'acquirente in un'aggregazione aziendale realizzata mediante scambio di interessenze – che è il caso tipico di un'aggregazione mediante OPS – è quindi necessario considerare diversi elementi rilevanti, come la distribuzione dei diritti di voto nell'entità risultante, l'eventuale presenza di una significativa minoranza con diritto di voto, la composizione dell'organo di governo e della dirigenza, nonché le condizioni economiche dello scambio, incluso l'eventuale pagamento di un premio sul *fair value*.

\*

### 3.3. Obblighi di *disclosure* sull'OPS nel caso di “*acquisizione inversa*”

La normativa europea in materia di offerte pubbliche di strumenti finanziari stabilisce, come regola generale, che l'emissione di titoli rivolti al pubblico richiede la predisposizione di un prospetto informativo.

Questo obbligo trova il suo fondamento nel Regolamento (UE) 2017/1129, noto come “Regolamento Prospetto”.



Tuttavia, sono previste alcune eccezioni, tra cui quella che riguarda le offerte pubbliche di scambio (OPS), a condizione che ricorrano specifici presupposti indicati all'articolo 1<sup>10</sup>, paragrafo 4, lettera (f)<sup>11</sup>, e paragrafo 5, lettera (e)<sup>12</sup>, dello stesso Regolamento.

Nel caso in cui tali condizioni siano soddisfatte, non è necessario redigere un prospetto completo: è sufficiente pubblicare un documento informativo semplificato, definito "**Documento di Esenzione**", secondo quanto disciplinato dal Regolamento Delegato (UE) 2021/528.

Esiste però un'importante limitazione: secondo l'articolo 1, paragrafo 6-*bis*, lett. (a)<sup>13</sup> del Regolamento (UE) 2017/1129, l'esenzione al prospetto non si applica se l'operazione in questione ha le caratteristiche di un'"*acquisizione inversa*", come definita nel paragrafo B19 dell'IFRS 3<sup>14</sup>.

Ciò equivale ad affermare che, se a seguito dell'OPS, i soci della società oggetto dell'offerta finiscono per assumere una posizione di "*controllo*" nella società offerente, l'informazione da fornire agli investitori deve essere la più completa e trasparente, cioè quella ottenibile tramite la redazione del prospetto.

Si tratta manifestamente di una norma a tutela dei destinatari dell'Offerta.

In una situazione del genere, infatti, tali destinatari diventano a tutti gli effetti i nuovi soggetti di riferimento post acquisizione e ciò comporta l'assunzione di rischi specifici in capo all'offerente che ne richiedono l'illustrazione nel prospetto dettagliato, capace di rappresentare pienamente l'offerente e la nuova configurazione dell'assetto societario.

Per questo motivo, accertare se un'OPS configuri o meno un'acquisizione inversa è rilevante non solo per garantire una corretta rappresentazione contabile dell'operazione, in applicazione di un criterio sostanziale e non formale, ma anche per determinare quale livello di *disclosure* informativa l'offerente sia tenuto a fornire al mercato.

---

<sup>10</sup> "Fatto salvo l'articolo 1, paragrafo 4, i titoli sono offerti al pubblico nell'Unione soltanto previa pubblicazione di un prospetto ai sensi del presente regolamento" (Regolamento Prospetto, articolo 3, paragrafo 1)

<sup>11</sup> "L'obbligo di pubblicare il prospetto di cui all'articolo 3, paragrafo 1, non si applica ai seguenti tipi di offerta pubblica di titoli:... i titoli offerti in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia reso disponibile al pubblico un documento secondo le modalità di cui all'articolo 21, paragrafo 2, contenente informazioni che descrivono l'operazione e il suo impatto sull'emittente" (Regolamento Prospetto, articolo 1, paragrafo 4, lettera (f))

<sup>12</sup> "L'obbligo di pubblicare il prospetto di cui all'articolo 3, paragrafo 3, non si applica all'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei tipi di titoli seguenti: ... i titoli offerti in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia reso disponibile al pubblico un documento secondo le modalità di cui all'articolo 21, paragrafo 2, contenente informazioni che descrivono l'operazione e il suo impatto sull'emittente" (Regolamento Prospetto, articolo 1, paragrafo 5, lettera (e))

<sup>13</sup> "Le esenzioni di cui al paragrafo 4, lettera f), e al paragrafo 5, lettera e), si applicano solo ai titoli di capitale e solo nei casi seguenti:... titoli di capitale offerti sono fungibili con titoli esistenti già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima dell'acquisizione e dell'operazione correlata e l'acquisizione non è considerata un'acquisizione inversa ai sensi del paragrafo B19 del Principio internazionale d'informativa finanziaria (international financial reporting standard — IFRS 3, Aggregazioni aziendali, adottato dal regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione..." (Regolamento Prospetto, dall'articolo 1, paragrafo 6-*bis*, lett. (a))

<sup>14</sup> Fatto salvo il caso in cui il Documento di Esenzione sia stato preventivamente approvato dall'autorità che approva il Documento di offerta; nel caso che qui interessa, il Documento di esenzione non è stato soggetto ad autorizzazione preventiva della CONSOB come testualmente rappresentato dall'offerente MPS nel documento stesso.

In particolare, si tratta di stabilire se, nel caso concreto, MPS potesse legittimamente ricorrere alla *disclosure* semplificata attuata con il c.d. Documento di Esenzione oppure se fosse tenuta a predisporre un prospetto informativo completo, articolato in documento di registrazione, nota informativa e nota di sintesi.

#### 4. APPLICAZIONE IFRS 10 E 3 ALL'OPS MPS-MEDIOBANCA

In primo luogo, va osservato come la verifica circa la natura inversa di un'operazione di aggregazione aziendale possa essere effettuata solo nel momento in cui l'operazione sia stata effettivamente realizzata oppure quando siano già noti – anche sulla base di accordi contrattuali – tutti gli elementi essenziali per valutarla.

Tali elementi comprendono, tra l'altro, i termini economici dell'operazione, la struttura dell'azionariato e gli accordi relativi alla *governance* dell'entità risultante dall'aggregazione.

Al fine di ricavare elementi utili per rispondere ai due quesiti oggetto del presente parere, occorre stabilire a quale delle due entità coinvolte nell'operazione (MPS o Mediobanca) possa ritenersi prospettivamente riferibile il “controllo” post operazione, assumendo come data di riferimento il 3 luglio 2025, ossia la data di pubblicazione, da parte di MPS, del Documento di Offerta e del Documento di Esenzione in luogo del prospetto.

Resta inteso che un'analisi ad esito dell'OPS potrebbe condurre a valutazioni differenti, in quanto i fatti e le circostanze rilevanti potrebbero subire modifiche nel tempo, incidendo sull'esito dell'analisi stessa.<sup>15</sup>

\*

##### 4.1. Valutazione del “controllo” (IFRS 10)

Come già rilevato, posto che l’“acquirente” è la parte che esercita il “controllo”, in prima battuta i principi IAS/IFRS rinviano al principio IFRS 10 al fine di accertare appunto chi detenga il “controllo”, in base ai tre fattori fondamentali di cui si è detto (esposizione ai risultati, esercizio del potere decisionale e correlazione tra il potere esercitato ed i risultati).

Nel caso di specie si tratta di stabilire se i criteri previsti dallo IFRS 10 permettano di stabilire quale delle due entità (MPS, Mediobanca) detenga il “controllo” ovvero il potere decisionale post-aggregazione, tenuto, in particolare, presente che “il potere deriva dai diritti” (IFRS 10).

Preliminarmente si osserva che, quanto all'esercizio del “potere” – ovvero il potere di decidere l'assetto di governo - il Documento di Offerta ed il Documento di Esenzione predisposti

---

<sup>15</sup> “8 - L'investitore deve valutare nuovamente se controlla l'entità partecipata qualora i fatti e le circostanze indicano la presenza di variazioni in uno o più dei tre elementi di controllo elencati nel paragrafo 7” (IFRS 10, Controllo)



dall'offerente (MPS) non forniscono alcuna indicazione sulla *governance* futura del gruppo risultante dall'aggregazione.

Il Documento di Offerta si limita a precisare che, in conformità agli accordi assunti con la Banca Centrale Europea, MPS post-aggregazione dovrà presentare, entro sei mesi, un piano di integrazione che includa “*l'assetto di corporate governance del nuovo gruppo*” e “*l'assetto degli organi nelle società controllate*”<sup>16</sup>.

L'assenza di indicazioni sulla *governance* futura del nuovo gruppo emerge anche dal Comunicato dell'Emittente e dal comunicato stampa diffuso da Mediobanca in data 11 luglio 2025.

In tali documenti si evidenzia che “*il Documento di Offerta e il Documento di Esenzione di MPS non chiariscono l'assetto proprietario e di governance del gruppo risultante dall'aggregazione tra Mediobanca e MPS*” (Mediobanca, Comunicato Stampa dell'11 luglio 2025), e si segnala altresì che “*la mancanza di ogni visibilità su tutti questi profili costituisce un deficit informativo rilevante e rafforza l'incertezza circa l'effettivo assetto di vigilanza e di governance del gruppo che risulterebbe dall'operazione*” (Mediobanca, Comunicato Emittente, 11 luglio 2025).

La *governance* sarà quindi definita in funzione della composizione dell'azionariato post-aggregazione, che dipenderà direttamente dal livello di adesioni all'offerta.

Tale impostazione non sorprende, trattandosi, come rilevato all'inizio del presente parere, di un'offerta “*ostile*” e “*non concordata*”: le decisioni in merito alla *governance* potranno essere assunte solo sulla base dei diritti effettivamente detenuti, all'esito dell'OPS, dai due schieramenti in campo – da un lato i soci di MPS pre-aggregazione, dall'altro i soci di Mediobanca pre-aggregazione.

In altri termini, l'esercizio del “*potere*” – e quindi la valutazione su chi detenga il “*controllo*” ai sensi dell'IFRS 10 – dipenderà dai diritti acquisiti in funzione del livello di adesione, che potrà variare dal minimo del 35% (Condizione di Soglia Minima) al massimo teorico del 100%.

Nel caso in cui l'adesione si attestasse al livello minimo per l'efficacia dell'offerta (35%), i soci di MPS pre-aggregazione conserverebbero il 63% del capitale di MPS post-aggregazione, mantenendo quindi i diritti necessari per esercitare il potere.

Viceversa, in caso di adesione integrale, sarebbero i soci di Mediobanca pre-aggregazione a detenere il 63% del capitale di MPS post-aggregazione, acquisendo così il controllo.

---

<sup>16</sup> “[...] l'Offerente è tenuto, entro sei mesi dalla data di acquisizione del controllo di Mediobanca, a presentare a BCE un piano di integrazione che include le seguenti informazioni: [...] l'assetto di corporate governance del nuovo gruppo con riferimento: **i.** alla struttura organizzativa ed alla normativa propedeutica ad assicurare il coordinamento strategico ed operativo tra l'Offerente e tutte le proprie controllate; **ii.** l'assetto degli organi nelle società controllate; **iii.** l'assetto del sistema di controllo interno, assicurandone la coerenza con la dimensione e la complessità del nuovo gruppo nonché con il profilo di rischio; dei mutamenti all'assetto retributivo anche al fine di sviluppare adeguate politiche di retention per i professionisti chiave di Mediobanca; **iv.** i cambiamenti da apportare alle modalità di aggregazione e reporting delle informazioni di rischio” (MPS, Documento di Offerta, 3 luglio 2025)



Con un livello di adesioni intermedio, compreso tra il 35% e il 100%, l'esercizio del potere sarà funzione della struttura azionaria effettivamente risultante all'esito dell'operazione.

In base ai termini dell'offerta, si delineano dunque scenari alternativi, in alcuni dei quali il controllo sarà esercitato da Mediobanca (pre-OPS); in altri, da MPS (pre-OPS).

In tutti i casi in cui i soci di Mediobanca – o, in alternativa, quelli di MPS – pre-aggregazione dovessero acquisire il controllo di fatto o di diritto su MPS post-aggregazione, è ragionevole presumere che saranno proprio tali soci a esercitare il potere decisionale in assemblea, ossia nella sede deputata alla determinazione dell'assetto di governance.

È importante sottolineare, a questo proposito, che ai fini dell'identificazione dei soggetti che eserciteranno il controllo della nuova aggregazione non rileva chi verrà formalmente nominato come amministratore, bensì quale gruppo di soci sarà in grado di esercitare un effettivo potere decisionale al fine della designazione dell'organo amministrativo.

Ad esempio, se i soci di Mediobanca pre-OPS risultassero detenere il controllo di diritto (o di fatto) su MPS post-aggregazione e decidessero di nominare, quale Amministratore Delegato del nuovo gruppo, non l'attuale Amministratore Delegato di Mediobanca bensì quello di MPS, ciò non implicherebbe affatto che sia MPS a esercitare il controllo. Al contrario, il controllo spetterebbe ai soci di Mediobanca, in quanto titolari dei voti determinanti in assemblea e dunque del potere di decidere tale nomina, indipendentemente dalla figura designata.

Detto ancora più chiaramente: ai fini della definizione del "controllo", in quanto esercizio del "potere" sulla base dei "diritti" detenuti, secondo l'IFRS 10, non conta se gli organi di governo di MPS post-aggregazione coincidano con quelli di MPS o di Mediobanca pre-aggregazione, bensì quale gruppo di soci – MPS o Mediobanca – abbia espresso i voti determinanti per la loro nomina. Il controllo, in senso sostanziale, si identifica, cioè, con la capacità di determinare la composizione degli organi di *governance* attraverso il dominio dell'assemblea.

#### In conclusione:

- trattandosi di un'OPS "ostile" e "non concordata" e sulla base delle informazioni contenute nel Documento di Offerta e nel Documento di esenzione, l'applicazione dell'IFRS 10 non consente di stabilire chi tra MPS o Mediobanca sia da considerarsi l'"acquirente" (ovvero chi eserciti "controllo"), valutazione che potrà essere fatta solo all'esito dell'OPS in ragione del livello di adesioni, dunque, dei "diritti" acquisiti per l'esercizio del "potere" come mezzo di esercizio del "controllo".

#### 4.2. Gli indicatori al paragrafo B15 (IFRS 3)

Si passano ora in rassegna i criteri previsti dal paragrafo B15 dell'IFRS 3 già esaminati nel precedente paragrafo 3.2, ove calati nel contesto dell'OPS MPS su Mediobanca:

(a) *“relativi diritti di voto nell'entità risultante dall'aggregazione dopo l'aggregazione aziendale”:*

Come già osservato, la disponibilità dei diritti di voto nella società risultante dall'aggregazione dipende evidentemente dall'esito delle adesioni all'offerta.

Assumendo un livello di adesione pari al 100%, gli azionisti di Mediobanca pre-aggregazione deterrebbero il 63% del capitale di MPS post-aggregazione, mentre i soci di MPS pre-aggregazione ne conserverebbero il restante 37%. In tale scenario, MPS, controllata dagli ex soci di Mediobanca, deterrebbe a sua volta il 100% di Mediobanca.

Nel caso in cui le adesioni si attestassero esattamente sulla soglia del 66,67% (Condizione di Soglia), gli azionisti di Mediobanca pre-aggregazione deterrebbero circa il 53% di MPS post-aggregazione, la quale possiederebbe il 66,67% di Mediobanca. In questo scenario, i soci di Mediobanca otterrebbero il controllo di diritto su MPS, che a sua volta eserciterebbe il controllo di diritto su Mediobanca.

Se invece le adesioni si collocassero in un intervallo compreso tra il 35% (Condizione di Soglia Minima per l'efficacia dell'offerta) e il 66,67%, gli azionisti di Mediobanca pre-aggregazione arriverebbero a detenere tra il 37% e il 53% di MPS post-aggregazione, mentre la partecipazione residua, compresa tra il 63% e il 47%, resterebbe in capo agli attuali soci di MPS. Di conseguenza, MPS, in base al livello di adesioni, acquisirebbe una partecipazione compresa tra il 35% e il 66,67% in Mediobanca.

Si osserva inoltre che, con adesioni superiori al 60%, gli azionisti di Mediobanca pre-aggregazione supererebbero la soglia del 50% del capitale di MPS post-aggregazione. In tal caso, i soci originari di Mediobanca acquisirebbero comunque il controllo di diritto su MPS.

In conclusione:

- se le adesioni si attesteranno tra il 35% e il 60%, il controllo di diritto su MPS post-aggregazione resterebbe in capo ai soci pre-aggregazione di MPS;
- se le adesioni supereranno il 60%, il controllo di diritto passerebbe invece ai soci di Mediobanca;
- considerato che MPS ha fissato la Condizione di Soglia Minima di efficacia dell'offerta al 35% sulla base della valutazione che tale partecipazione garantirebbe il controllo di fatto su Mediobanca, se ne può ricavare che, in ogni scenario in cui



l'offerta risulti efficace, MPS post-aggregazione, secondo le aspettative dell'offerente, manterrebbe almeno il controllo di fatto su Mediobanca.

**(b) “L'esistenza di una ampia interessenza di minoranza con diritto di voto nell'entità risultante dall'aggregazione se nessun altro socio o gruppo organizzato di soci detiene una interessenza significativa con diritto di voto”**

Nel caso di livello massimo di adesioni (100%), i due principali azionisti di Mediobanca pre-aggregazione Delfin (19,8%<sup>17</sup>) e Caltagirone (7,6%<sup>18</sup>) - considerati solo nella loro qualità di azionisti di Mediobanca - verrebbero a detenere rispettivamente il 12,3% ed il 4,7% di MPS post-aggregazione. In ragione delle partecipazioni detenute direttamente in MPS pre-aggregazione pari rispettivamente a 9,86% (Delfin)<sup>19</sup> e 9,96% (Caltagirone)<sup>20</sup>, Delfin e Caltagirone verrebbero a detenere complessivamente in MPS post-aggregazione rispettivamente il 15,9% (Delfin) e l'8,4% (Caltagirone).

Nel caso limite opposto ovvero di livello minimo di adesioni (35%), i due principali azionisti di Mediobanca pre-aggregazione (Delfin, Caltagirone) - unicamente in quanto azionisti di Mediobanca - verrebbero a detenere rispettivamente il 20,8% e l'8% di MPS post-aggregazione. In ragione delle partecipazioni detenute direttamente in MPS pre-aggregazione, Delfin e Caltagirone verrebbero a detenere complessivamente in MPS post-aggregazione rispettivamente il 26,9% (Delfin) e l'14,2% (Caltagirone).

In conclusione:

- Delfin e Caltagirone, anche solo in quanto azionisti di Mediobanca, sono in posizione tale da esercitare una significativa influenza su MPS post-aggregazione.
- Delfin e Caltagirone sono in grado di esercitare un'influenza tanto più rilevante in MPS post-aggregazione, quanto più basso è il livello di adesioni all'offerta, poiché una minore diluizione rafforza il peso relativo delle loro partecipazioni nella composizione del capitale.

**(c) “la composizione dell'organo di governo dell'entità risultante dall'aggregazione”**

Come già ricordato, il Documento di Offerta ed il Documento di esenzione non forniscono indicazioni specifiche sulla *governance* futura del gruppo risultante dall'aggregazione.

<sup>17</sup> Fonte: assemblea Mediobanca del 28 ottobre 2024

<sup>18</sup> Fonte: assemblea Mediobanca del 28 ottobre 2024

<sup>19</sup> Fonte: assemblea di MPS del 17 aprile 2025

<sup>20</sup> Fonte: assemblea di MPS del 17 aprile 2025



La *governance* dovrà, quindi, essere definita in funzione della composizione dell'azionariato post-aggregazione, che a sua volta dipenderà dal livello di adesioni all'offerta.

In tutti gli scenari in cui i soci di Mediobanca pre-aggregazione dovessero acquisire il controllo di fatto o di diritto su MPS post-aggregazione, saranno proprio tali soci a esercitare il "potere" decisionale in assemblea, cioè nel luogo deputato alla determinazione dell'assetto di *governance*, facendo valere i propri "diritti" e, attraverso di essi, esercitando il "controllo".

In merito è opportuno ribadire che ciò che rileva ai fini della qualificazione del controllo non è chi formalmente venga proposto o nominato come amministratore, ma quale soggetto (o gruppo di soci) sia in grado di esercitare un potere decisionale effettivo per la nomina dell'organo amministrativo.

Se, ad esempio, i soci di Mediobanca pre-aggregazione decidessero di confermare, quale Amministratore Delegato di MPS post-aggregazione, l'Amministratore Delegato di MPS pre-OPS, ciò non significherebbe che il controllo è esercitato da MPS.

Al contrario, è il gruppo di soci che ha i voti determinanti in assemblea a esercitare il potere, e in questo caso sarebbero i soci di Mediobanca.

In altri termini, ai fini dell'individuazione dell'entità che esercita il controllo (MPS, Mediobanca), ciò che rileva non è se l'amministratore delegato di MPS post-aggregazione provenga da una delle due realtà originarie, ma quale compagine azionaria – e quindi quale gruppo di soci – dispone del potere assembleare sufficiente a nominarlo.

Ad esempio, se il livello di adesione all'OPS si attestasse al 35% e l'attuale Amministratore Delegato di MPS fosse nominato alla guida del nuovo gruppo grazie ai voti determinanti di Delfin e Caltagirone, tale circostanza sarebbe indicativa del fatto che il "controllo" (IFRS 10) è esercitato dai soci di Mediobanca, rendendo pertanto Mediobanca l'"acquirente" ai sensi dell'IFRS 3.

Infatti il potere, in senso sostanziale, si identifica con la capacità di determinare la composizione degli organi di governo attraverso il controllo dell'assemblea.

In conclusione:

- in assenza di indicazioni specifiche sulla *governance* futura del gruppo risultante dall'operazione, è ragionevole ritenere che essa verrà definita solo all'esito dell'OPS, in funzione del livello di adesioni e, conseguentemente, della composizione dell'azionariato di MPS post-aggregazione.
- anche nell'ipotesi in cui l'attuale Amministratore Delegato di MPS venga nominato Amministratore Delegato di MPS post-aggregazione, ciò non sarebbe di per sé indicativo del fatto che il controllo resti in capo a MPS pre-aggregazione, qualora

tale nomina dovesse avvenire grazie ai voti determinanti dei soci di Mediobanca pre-aggregazione. In tal caso, infatti, sarebbero questi ultimi a esercitare il controllo – di fatto o di diritto – su MPS post-aggregazione.

**(d) “la composizione dell’alta dirigenza dell’entità risultante dall’aggregazione”**

Valgono le medesime considerazioni appena espresse, in quanto la scelta dell’*“alta dirigenza”* rientra nelle competenze del Consiglio di Amministrazione e, quindi, è anch’essa riconducibile all’esercizio del potere decisionale dei soggetti che ne hanno determinato la composizione.

**(f) “le condizioni di scambio di interessenze”.**

Al 24 gennaio 2025, data dell’annuncio dell’operazione da parte di MPS, l’aggregazione aziendale implicava una valorizzazione delle azioni Mediobanca con un premio pari al 5% sulle azioni MPS<sup>21</sup>.

All’11 luglio 2025, data del Comunicato Emittente diffuso da Mediobanca, l’operazione corrispondeva invece a una valorizzazione delle azioni MPS con un premio pari al 3,9% sulle azioni Mediobanca<sup>22</sup>.

Al 3 luglio 2025, data di riferimento del presente parere, coincidente con la pubblicazione del Documento di Offerta e del Documento di Esenzione, l’aggregazione aziendale rifletteva nuovamente una valorizzazione delle azioni MPS con un premio pari al 5,0%<sup>23</sup> sulle azioni Mediobanca.

Adottando un orizzonte temporale più ampio – secondo un criterio volto a sterilizzare le variazioni di breve periodo – i termini dell’OPS incorporano *“uno sconto del 3,31% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 3 mesi precedenti alla Data di Riferimento; (v) uno sconto del 12,91% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 6 mesi precedenti alla Data di Riferimento; e (vi) uno sconto del 21,99% rispetto al prezzo ufficiale medio ponderato di Mediobanca nei 12 mesi precedenti alla Data di Riferimento”* (Mediobanca, Comunicato Emittente, 11 luglio 2025).

~

<sup>21</sup> *“Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell’Offerente rilevato alla chiusura del 23 gennaio 2025 (ultimo giorno di borsa aperta anteriore alla data della presente Comunicazione) pari a Euro 6,9531 (il “Prezzo di Riferimento MPS”), il Corrispettivo esprime una valorizzazione pari a Euro 15,992 per ciascuna Azione Mediobanca (il “Prezzo di Riferimento Mediobanca”) e, pertanto, incorpora un premio pari al 5,03% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni Mediobanca rilevato alla chiusura del 23 gennaio 2025 (pari a Euro 15,2272)”* (MPS, Comunicato ex Art 102, 24 gennaio 2024)

<sup>22</sup> *“Si segnala inoltre che alla Data del Comunicato dell’Emittente, lo sconto implicito nel Corrispettivo rispetto al Prezzo dell’Azione Mediobanca è pari al 3,9%”* (Mediobanca, Comunicato Stampa, 11 luglio 2025)

<sup>23</sup> Prezzo di rifacimento dell’azione MPS di euro 7,06 e Mediobanca di euro 18,59

## 5. RISPOSTA AI QUESITI

### 5.1. Primo quesito: Configurabilità dell'OPS MPS come 'acquisizione inversa'

Per le ragioni illustrate ai paragrafi 3.2, 4.1 e 4.2, non è possibile stabilire, prima dell'esito dell'OPS, quale tra Mediobanca e MPS debba essere qualificata come "acquirente", ossia quale delle due entità eserciti il "controllo".

Di conseguenza, non è nemmeno possibile stabilire *ex-ante*, se l'operazione configuri o meno un'acquisizione inversa.

L'analisi condotta dimostra, infatti, che l'aggregazione aziendale potrebbe integrare un'acquisizione inversa in alcuni scenari, ma non in altri.

Se, ad esempio, il livello di adesione dovesse superare il 60%, i soci di Mediobanca pre-OPS verrebbero a detenere oltre il 50% del capitale di MPS post-aggregazione, acquisendone quindi il "controllo" di diritto.

Tuttavia, anche in scenari caratterizzati da un più basso livello di adesioni, potrebbero comunque verificarsi le condizioni per qualificare l'operazione come un'acquisizione inversa.

A titolo esemplificativo, con un livello di adesione pari al 35% – che rappresenta la soglia minima per l'efficacia dell'offerta – e ipotizzando che vi aderiscano i principali azionisti di Mediobanca (Delfin e Caltagirone), questi si troverebbero a detenere il 41% circa del capitale di MPS post-aggregazione – di cui circa il 30% solo in virtù della loro attuale posizione di azionisti di Mediobanca.

Una partecipazione di tale entità potrebbe risultare sufficiente a determinare l'assetto di *governance* del nuovo gruppo, inclusa la nomina degli organi amministrativi, configurando così un controllo di fatto - e, quindi, un'acquisizione inversa ai sensi dell'IFRS 3 – in capo a Mediobanca.

**Anche se non è possibile affermare *ex-ante* che l'aggregazione costituisca un'acquisizione inversa, ciò che invece può essere affermato con assoluta certezza è che allo stato non può escludersi che lo sia.**

In particolare, non si può escludere che, all'esito dell'OPS, siano proprio i soci di Mediobanca pre-operazione ad acquisire il controllo di MPS post-aggregazione, con la conseguente capacità di determinare l'assetto di *governance* e possibilità di influenzare direttamente la nomina degli organi di governo.

\*

### 5.2. Secondo quesito: Applicabilità dell'esenzione all'obbligo del prospetto

Poiché l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto in caso di OPS è applicabile solo quando l'operazione non configura un'acquisizione inversa e considerato che nel caso di specie



non è possibile stabilire *ex ante* se tale fattispecie ricorra – trattandosi di una valutazione condizionata all’esito dell’operazione stessa – la decisione dell’offerente di avvalersi dell’esenzione al prospetto appare non giustificata e priva di supporto fattuale concreto.

Mancano infatti elementi oggettivi in grado di suffragare con ragionevole certezza la tesi secondo cui MPS, pre-aggregazione, conserverà il “controllo” su MPS post-aggregazione.

Una simile affermazione presuppone, in via implicita, che il livello di adesioni sarà sicuramente inferiore al 60% e addirittura che eventuali adesioni più contenute non includeranno la partecipazione dei principali soci di Mediobanca (Delfin e Caltagirone), i quali potrebbero invece assumere un’influenza determinante sulla governance della società risultante.

Al contrario, in recenti operazioni analoghe - come l’OPS promossa da BPER su Banca Popolare di Sondrio e quella promossa da Banca Ifis su Illimity - l’esenzione risulta essere stata legittimamente applicata, poiché anche in caso di adesione integrale, i soci della società oggetto dell’offerta non avrebbero raggiunto il controllo: in caso di un livello di adesioni pari al 100%, i soci di Banca Popolare di Sondrio si sarebbero trovati a detenere solo il 32% del capitale post-operazione, mentre quelli di Illimity il 14% del capitale di Banca Ifis.

Tali presupposti fattuali, che hanno giustificato l’esenzione nelle operazioni sopra citate, non ricorrono, come visto, nel caso di MPS, dove non può escludersi – anzi in diversi scenari appare probabile – che siano proprio i soci di Mediobanca a risultare titolari del controllo del nuovo gruppo.

o o o o o

**In conclusione, proprio in ragione dell’impossibilità di determinare *ex ante* l’assetto di “controllo” della nuova aggregazione risultante da un’OPS “ostile” e “non concordata” – considerata la concreta possibilità che i soci di Mediobanca pre-OPS acquisiscano tale controllo, anche in scenari caratterizzati da un basso livello di adesioni – e tenuto conto delle previsioni del Regolamento (UE) 2017/1129 - si ritiene che MPS avrebbe dovuto predisporre un prospetto completo, anziché avvalersi della facoltà di pubblicare il Documento di Esenzione.**

È da sottolineare che tale conclusione resterebbe valida anche nell’ipotesi in cui i soci di Mediobanca, pur risultando titolari del controllo di MPS post-aggregazione, si fossero impegnati *ex-ante* a nominare gli attuali vertici di MPS come amministratori del nuovo gruppo, circostanza peraltro allo stato priva di alcun riscontro fattuale. Al contrario, dall’intervista rilasciata dal Presidente di Delfin al Corriere della Sera pubblicata in data



odierna, risulta che Delfin a tutt'oggi non avrebbe ancora assunto alcuna decisione se aderire all'OPS o meno, anche in ragione della congruità del prezzo<sup>24</sup>.

In ogni caso, ai fini dell'accertamento del “*controllo*” ai sensi dell'IFRS 10, non rileva chi venga formalmente nominato negli organi di amministrazione, bensì con quali voti tali nomine vengano deliberate. In altre parole, è la titolarità dei voti determinanti in assemblea a definire l'esercizio del potere e, quindi, il controllo.

Firenze, 29 luglio 2025

(dott. Stefano Casagni)



---

<sup>24</sup> Domanda del giornalista del Corriere della Sera al Presidente di Delfin: “Scambierete le azioni Mediobanca con quelle MPS?”. Risposta del Presidente di Delfin: “L’offerta del Monte su Mediobanca è molto interessante, continueremo a valutarla. Un eventuale adeguamento che rifletta l’andamento dei corsi di borsa renderebbe l’offerta più appetibile per gli investitori” (Corriere della sera, 29 luglio 2025)

### **PARERE**

in ordine alla possibilità che l'OPS di MPS su Mediobanca sia qualificata come *reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali.

**Dott. Michele Casò**

*Certified Fraud Examiner*

Dottore Commercialista

Revisore Legale

Professore a contratto

Dipartimento di *Accounting*

Università Bocconi di Milano

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961

Fax: +3902781714

Cell: +393389217694

e-mail: [mcaso@erse.it](mailto:mcaso@erse.it) - [caso@unibocconi.it](mailto:caso@unibocconi.it)

PEC: [michele.caso@odcecmilano.it](mailto:michele.caso@odcecmilano.it)

## Indice

1.	Il contesto di riferimento e l'oggetto del Parere. ....	3
2.	L'OPS di MPS su Mediobanca. ....	5
3.	La disciplina contabile di riferimento. ....	8
3.1.	Premessa. ....	8
3.2.	Le <i>business combinations</i> nei Principi Contabili Internazionali. ....	8
3.3.	Il controllo nei Principi Contabili Internazionali. ....	13
4.	L'analisi del caso di specie. ....	20
5.	La sintesi delle conclusioni. ....	26

## Abbreviazioni, acronimi, glossario

Bilancio	Il Bilancio Consolidato e/o il Bilancio Separato a seconda del contesto
Bilancio Consolidato	Il Bilancio di una Capogruppo e delle sue controllate
Bilancio Separato	Il Bilancio non Consolidato di una Capogruppo
Caltagirone	Gruppo F. G. Caltagirone
Delfin	Delfin Sarl
IFRS 3	IFRS 3 <i>Business Combinations</i>
IFRS 10	IFRS 10 <i>Consolidated Financial Statements</i>
Mediobanca	Mediobanca Banca di Credito Finanziario SpA
MPS	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA
OPS	L'operazione descritta nella comunicazione ai sensi dell'art. 102 del TUF diffusa da MPS in data 24 Gennaio 2025 avente ad oggetto la promozione di un'offerta pubblica di scambio sulla totalità delle azioni di Mediobanca
Principi Contabili Internazionali	<i>International Financial Reporting Standards</i> (IFRSs), <i>International Accounting Standards</i> (IASs) e relative Interpretazioni (SIC e IFRIC <i>Interpretations</i> ) quali emessi dall' <i>International Accounting Standard Board</i> (IASB) e adottati dall'Unione Europea
TdA	Traduzione dell'autore

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 - 20121 Milano

Tel: +39027712961 - Fax: +3902781714 - Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it - PEC: michele.caso@odcecmilano.it

## **1. Il contesto di riferimento e l'oggetto del Parere.**

- (1) Nel corso del 2025, MPS ha promosso l'OPS.
- (2) In data 2 Luglio 2025, Consob ha concesso il nulla osta alla pubblicazione del documento di offerta.
- (3) In data 3 Luglio 2025, MPS ha pubblicato il documento di offerta unitamente al documento di esenzione (ai fini dell'esenzione dall'obbligo di prospetto informativo).
- (4) Il periodo di adesione all'OPS è iniziato il 14 Luglio 2025 e termina l'8 Settembre 2025.
- (5) L'OPS è quindi in corso al momento della redazione del presente Parere.
- (6) L'esito dell'OPS, di conseguenza, è incerto.
- (7) In caso di perfezionamento dell'OPS ed in funzione della percentuale di azionisti di Mediobanca aderenti all'OPS, gli assetti societari e di *governance* del gruppo risultante dall'OPS possono variare (anche significativamente).
- (8) MPS predispone il Bilancio secondo i Principi Contabili Internazionali.
- (9) Ai sensi dei Principi Contabili Internazionali, l'OPS rappresenta una *business combination*.
- (10) Sempre ai sensi dei Principi Contabili Internazionali, le *business combination* possono costituire una *acquisition* oppure una *reverse acquisition*.
- (11) In tale contesto, è stato richiesto al sottoscritto un Parere in ordine alla possibilità che l'OPS di MPS su Mediobanca sia qualificata come

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

*reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali.

- (12) Il Parere è predisposto sulla base dei Principi Contabili Internazionali in vigore alla data del presente Parere.
- (13) Si precisa, peraltro, che alla data del presente Parere non sono previste modifiche nei Principi Contabili Internazionali che possano incidere sulle conclusioni dello stesso.
- (14) I termini utilizzati nel presente Parere con la lettera maiuscola hanno il significato ad essi attribuito nel Glossario del presente Parere.
- (15) Nel seguito del presente Parere:
  - (i) si descrive sinteticamente il contenuto dell'OPS (paragrafo 2);
  - (ii) si descrive la disciplina contabile di riferimento (paragrafo 3);
  - (iii) si analizza la fattispecie oggetto del presente Parere (paragrafo 4);
  - (iv) si illustra una sintesi delle conclusioni alle quali si è pervenuti (paragrafo 5).

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

## **2. L'OPS di MPS su Mediobanca.**

- (16) Ai fini della predisposizione del presente Parere, è stato rappresentato al sottoscritto quanto segue.
- (17) L'OPS prevede l'emissione di 2,533 azioni di MPS per ogni azione di Mediobanca conferita in adesione.
- (18) L'efficacia dell'OPS è condizionata, tra l'altro, al raggiungimento da parte di MPS – per effetto delle adesioni all'OPS o di eventuali acquisti fuori offerta – di una soglia di partecipazione nel capitale sociale di Mediobanca pari ad almeno il 66,67% dei diritti di voto.
- (19) MPS ha la possibilità di rinunciare a tale condizione soglia purché venga a detenere una partecipazione minima nel capitale sociale di Mediobanca almeno pari al 35% dei diritti di voto.
- (20) Al variare del numero delle azioni di Mediobanca conferite in adesione all'OPS, varia (evidentemente) la composizione del capitale sociale di MPS risultante dall'OPS:
- (i) in caso di adesione pari al 100% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno circa il 63% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno il restante 37%);
  - (ii) in caso di adesione pari al 66,67% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno circa il 53% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno il restante 47%);
  - (iii) in caso di adesione superiore al 60% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno oltre il 50% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno una quota inferiore al 50%);
  - (iv) in caso di adesione pari al 35% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno circa il 37%

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno il restante 63%).

- (21) Alla data del presente Parere non è noto se le azioni conferite in adesione all'OPS saranno tali da consentire a MPS il raggiungimento di una partecipazione nel capitale sociale di Mediobanca almeno pari al 35% dei diritti di voto.
- (22) L'OPS (e le altre informazioni disponibili alla data del presente Parere) non forniscono neanche indicazioni in merito alla *governance* del gruppo risultante dall'OPS.
- (23) La *governance* del nuovo gruppo sarà quindi definita in funzione della composizione dell'azionariato di MPS risultante ad esito dell'OPS (composizione a sua volta dipendente dal numero delle azioni di Mediobanca conferite in adesione).

\*\*\*

- (24) I principali azionisti sia di MPS sia di Mediobanca sono Delfin e Caltagirone (escludendo la partecipazione in MPS, pari a circa l'11%, detenuta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze).
- (25) Le partecipazioni detenute da Delfin e da Caltagirone non attribuiscono né a Delfin né a Caltagirone (né singolarmente né congiuntamente) il controllo delle società da essi partecipate.
- (26) Delfin e Caltagirone hanno dichiarato di avere effettuato (e di detenere) gli investimenti in MPS e Mediobanca autonomamente l'uno dall'altro ed altrettanto autonomamente di assumere le eventuali decisioni di disinvestimento delle proprie partecipazioni (nel caso così non fosse, le conclusioni del presente Parere dovrebbero essere riviste).

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

- (27) Le partecipazioni di Delfin e di Caltagirone nel gruppo risultante dall'OPS varieranno in funzione del numero di azioni Mediobanca conferite in adesione.
- (28) Ipotizzando che le azioni detenute in Mediobanca da Delfin e da Caltagirone siano conferite in adesione:
- (i) in caso di adesione pari al 100% del capitale sociale di Mediobanca, Delfin deterrà circa il 15,9% del nuovo gruppo, mentre Caltagirone deterrà circa l'8,4%;
  - (ii) in caso di adesione pari al 35% del capitale sociale di Mediobanca, Delfin deterrà circa il 26,9% del nuovo gruppo, mentre Caltagirone deterrà circa il 14,2%.
- (29) Alla data del presente Parere, Delfin è autorizzata dalla BCE ad incrementare la propria partecipazione in MPS sino al 19,99%. Di conseguenza, ove Delfin si avvalesse di tale facoltà, le percentuali sopra indicate potrebbero aumentare.

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

### **3. La disciplina contabile di riferimento.**

#### **3.1. Premessa.**

- (30) Il presente Parere ha ad oggetto il corretto inquadramento contabile di un dato accadimento economico (propedeutico alla sua successiva rappresentazione contabile).
- (31) Come evidenziato in precedenza, infatti, è stato richiesto al sottoscritto un parere in ordine alla possibilità che l'OPS di MPS su Mediobanca sia qualificata come *reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali.
- (32) Solo una volta (correttamente) determinato l'inquadramento contabile dell'OPS di MPS su Mediobanca si possono individuare le (corrette) modalità di rappresentazione nel Bilancio Consolidato di MPS di tale accadimento economico (e tali modalità di rappresentazione contabile non sono oggetto del presente Parere).

#### **3.2. Le business combinations nei Principi Contabili Internazionali.**

- (33) Una *business combination* è un'operazione "*in which an acquirer obtains control of one or more businesses*" (IFRS 3, Appendice A).
- (34) In una *business combination*, l'acquirente deve rappresentare contabilmente l'operazione applicando l'*acquisition method*.
- (35) Tale metodo prevede i seguenti passaggi (IFRS 3.5):
- (i) identificare l'acquirente;
  - (ii) determinare la data di acquisto;
  - (iii) rilevare le attività e le passività acquisite;
  - (iv) rilevare (per differenza) l'eventuale avviamento ("positivo" o "negativo" a seconda dei casi).

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

(36) Ai fini del presente parere, assume particolare rilevanza l'identificazione dell'acquirente.

\*\*\*

(37) L'acquirente è “[t]he entity that obtains control of the acquiree” (IFRS 3, Appendice A).

(38) Ai sensi dell'IFRS 3 in tutte le *business combination* “one of the combining entities shall be identified as the acquirer” (IFRS 3.6).

(39) Ai fini della verifica di quale dei soggetti partecipanti alla *business combination* ha ottenuto il controllo dell'altro (o degli altri), si deve fare riferimento alla nozione di controllo contenuta nell'IFRS 10 (il cui contenuto è illustrato nel paragrafo successivo).

(40) Se l'applicazione della disciplina contenuta nell'IFRS 10 non consente di individuare l'acquirente in una *business combination*, esso dovrà essere individuato sulla base delle indicazioni contenute nell'IFRS 3.

(41) In particolare, “[i]f a business combination has occurred but applying the guidance in **IFRS 10 does not** clearly indicate which of the combining entities is the acquirer, the **factors in paragraphs B14–B18 shall be considered** in making that determination” (IFRS 3.7; enfasi aggiunta)<sup>1</sup>.

(42) Nessuno dei “*factors*” descritti nei paragrafi B14-B18 dell'IFRS 3 è (in sé considerato) decisivo al fine di individuare il soggetto acquirente in una *business combination*.

(43) Né vi sono, inoltre, “*factors*” più rilevanti di altri: la conclusione in ordine al soggetto acquirente in una *business combination* deriva dalla

---

<sup>1</sup> TdA: Se si è verificata una aggregazione aziendale ma l'applicazione della guida dell'IFRS 10 non indica chiaramente quale delle entità partecipanti all'aggregazione sia l'acquirente, ai fini di tale determinazione si devono considerare i fattori riportati nei paragrafi B14-B18

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

considerazione individuale di tali “*factors*” e dalla successiva valutazione complessiva dell'accadimento economico oggetto di analisi.

- (44) I paragrafi B14-B18 dell'IFRS 3 prevedono in sintesi quanto segue (limitatamente a quanto rilevante in questa sede).
- (45) Innanzitutto, “[i]n a business combination effected primarily by exchanging equity interests, the acquirer is **usually** the entity that issues its equity interests” (IFRS 3.B15; enfasi aggiunta)<sup>2</sup>.
- (46) Ai sensi dell'IFRS 3, quindi, in una *business combination* che comporta uno scambio azionario il soggetto acquirente è “solitamente” quello che emette le azioni.
- (47) Ulteriori circostanze da considerare nella determinazione dell'acquirente includono le seguenti (IFRS 3.B15):
- (i) “*the relative voting rights in the combined entity after the business combination*”<sup>3</sup>;
  - (ii) “*the existence of a large minority voting interest in the combined entity if no other owner or organised group of owners has a significant voting interest*”<sup>4</sup>;
  - (iii) “*the composition of the governing body of the combined entity*”<sup>5</sup>;
  - (iv) “*the composition of the senior management of the combined entity*”<sup>6</sup>;
  - (v) “*the terms of the exchange of equity interests*”<sup>7</sup>.

---

<sup>2</sup> TdA: In una aggregazione aziendale realizzata essenzialmente attraverso lo scambio di interessenze, l'acquirente è generalmente l'entità che emette le interessenze.

<sup>3</sup> TdA: i relativi diritti di voto nell'entità risultante dall'aggregazione dopo l'aggregazione aziendale

<sup>4</sup> TdA: l'esistenza di una ampia interessenza di minoranza con diritto di voto nell'entità risultante dall'aggregazione se nessun altro socio o gruppo organizzato di soci detiene una interessenza significativa con diritto di voto

<sup>5</sup> TdA: la composizione dell'organo di governo dell'entità risultante dall'aggregazione

<sup>6</sup> TdA: la composizione dell'alta dirigenza dell'entità risultante dall'aggregazione

<sup>7</sup> TdA: le condizioni di scambio di interessenze

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

- (48) La prima circostanza da considerare sono i relativi diritti di voto nel soggetto risultante dalla *business combination* detenuti dagli *ex* azionisti delle società che hanno posto in essere la *business combination*.
- (49) “*The acquirer is usually the combining entity **whose owners as a group retain or receive the largest portion of the voting rights in the combined entity**. In determining which group of owners retains or receives the largest portion of the voting rights, an entity shall consider the existence of any unusual or special voting arrangements and options, warrants or convertible securities*” (IFRS 3.B15; enfasi aggiunta)<sup>8</sup>.
- (50) La seconda circostanza da considerare è l’esistenza di un’azionista che detiene una rilevante quota di minoranza nel soggetto risultante dalla *business combination*.
- (51) “*The acquirer is usually the combining entity whose single owner or organised group of owners holds the **largest minority voting interest in the combined entity***” (IFRS 3.B15; enfasi aggiunta)<sup>9</sup>.
- (52) La terza circostanza da considerare è la composizione dell’organo di governo del soggetto risultante dalla *business combination*.
- (53) “*The acquirer is usually the combining entity whose owners have the **ability to elect or appoint or to remove a majority of the members***”

---

<sup>8</sup> TdA: Generalmente l’acquirente è l’entità aggregante i cui soci, in gruppo, mantengono o ricevono la maggior parte dei diritti di voto nell’entità risultante dall’aggregazione. Onde stabilire quale gruppo di soci mantiene o riceve la maggior parte dei diritti di voto, una entità deve considerare l’esistenza di accordi e opzioni di voto insoliti o speciali, di warrant o di titoli convertibili

<sup>9</sup> TdA: Generalmente l’acquirente è l’entità aggregante i cui singoli soci o un gruppo organizzato di soci detengono diritti di voto che attribuiscono la più ampia interessenza di minoranza nell’entità risultante dall’aggregazione

**of the governing body of the combined entity**” (IFRS 3.B15; enfasi aggiunta)<sup>10</sup>.

- (54) La quarta circostanza da considerare è la composizione del “*senior management*” del soggetto risultante dalla *business combination*.
- (55) “*The acquirer is usually the combining entity whose (former) management **dominates the management** of the combined entity*” (IFRS 3.B15; enfasi aggiunta)<sup>11</sup>.
- (56) La quinta circostanza da considerare sono i termini economici dello scambio che ha dato luogo alla *business combination*.
- (57) “*The acquirer is usually the combining entity that **pays a premium over the pre-combination fair value** of the equity interests of the other combining entity or entities*” (IFRS 3.B15; enfasi aggiunta)<sup>12</sup>.
- (58) L’IFRS 3 precisa inoltre che “[t]he acquirer is usually the combining entity whose **relative size** (measured in, for example, assets, revenues or profit) is **significantly greater** than that of the other combining entity or entities” (IFRS 3.B16; enfasi aggiunta)<sup>13</sup>.

\*\*\*

- (59) Ad esito dell’analisi delle circostanze sopra riportate, può accadere di concludere che “*the issuing entity is the acquiree*” (IFRS 3.B15).

---

<sup>10</sup> TdA: Solitamente l’acquirente è l’entità aggregante i cui soci sono in grado di eleggere, nominare o destituire la maggioranza dei membri dell’organo di governo dell’entità risultante dall’aggregazione

<sup>11</sup> TdA: Solitamente l’acquirente è l’entità aggregante la cui (ex) dirigenza prevale nella dirigenza dell’entità risultante dall’aggregazione

<sup>12</sup> TdA: Solitamente l’acquirente è l’entità aggregante che paga un premio sul fair value (valore equo) precedente all’aggregazione delle interessenze partecipative dell’(e) altra(e) entità aggregante(i)

<sup>13</sup> TdA: Generalmente l’acquirente è l’entità aggregante le cui dimensioni relative (valutate per esempio in base alle attività, ai ricavi o agli utili) sono notevolmente superiori a quelle dell’(e) altra(e) entità aggregante(i)

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

- (60) In tal caso, la *business combination* viene denominata “*reverse acquisition*”
- (61) “*A reverse acquisition occurs when the entity that issues securities (the legal acquirer) is identified as the acquiree for accounting purposes*” (IFRS 3.B19)<sup>14</sup>.

### **3.3. Il controllo nei Principi Contabili Internazionali.**

- (62) L'IFRS 10 definisce il controllo come segue: “*An investor controls an investee when the investor is exposed, or has rights, to variable returns from its involvement with the investee and has the ability to affect those returns through its power over the investee.*” (IFRS 10, Appendice A)<sup>15</sup>.
- (63) Il controllo esiste se (e solo se) l'*investor* ha (IFRS 10.7):
- (i) “*power over the investee*”<sup>16</sup>;
  - (ii) “*exposure, or rights, to variable returns from its involvement with the investee*”<sup>17</sup>; e
  - (iii) “*the ability to use its power over the investee to affect the amount of the investor's returns*”<sup>18</sup>.
- (64) I requisiti che devono essere riscontrati in capo ad un investitore (per poter concludere che tale investitore ha il controllo di un'entità) sono quindi dati dal potere dell'*investor* sull'*investee*, dall'esposizione a rendimenti economici variabili e, infine, dall'esistenza di una correlazione tra il potere e l'esposizione a tali rendimenti.

---

<sup>14</sup> TdA: Si ha un'acquisizione inversa quando l'entità che emette i titoli (l'acquirente giuridico) è identificata come l'acquisita ai fini contabili

<sup>15</sup> TdA: Un investitore controlla un'entità oggetto di investimento quando è esposto o ha diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio rapporto con la stessa e nel contempo ha la capacità di incidere su tali rendimenti esercitando il proprio potere su tale entità

<sup>16</sup> TdA: il potere sull'entità oggetto di investimento

<sup>17</sup> TdA: l'esposizione o i diritti a rendimenti variabili derivanti dal rapporto con l'entità oggetto di investimento

<sup>18</sup> TdA: la capacità di esercitare il proprio potere sull'entità oggetto di investimento per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

- (65) POTERE. “An investor has power over an investee when the investor has existing rights that give it the current ability to direct the relevant activities, ie the activities that significantly affect the investee’s returns.” (IFRS 10.10)<sup>19</sup>.
- (66) Un investitore detiene il potere, nell’accezione del principio contabile, quando è titolare di diritti che gli attribuiscono la concreta possibilità di dirigere le attività più significative (in termini di potenziale incidenza sui risultati economici) di un’altra entità.
- (67) Il potere tipicamente deriva da diritti (legali o contrattuali) facenti capo all’investitore quali, ad esempio (IFRS 10.B15):
- (i) diritti di voto e diritti di voto potenziali;
  - (ii) diritto di nomina dei *key managers*;
  - (iii) diritto di imporre o vietare transazioni (nell’interesse dell’investitore).
- (68) L’IFRS 10 precisa che per verificare la sussistenza del requisito del “potere” devono essere considerati solo i diritti sostanziali mentre devono essere esclusi i diritti protettivi.
- (69) I diritti sostanziali sono quelli che l’investitore può concretamente esercitare, con la precisazione che “[w]hen the exercise of rights requires the agreement of more than one party, or when the rights are held by more than one party, [si deve valutare] whether a mechanism is in place that provides those parties with the practical ability to exercise their rights collectively if they choose to do so.” (IFRS 10.B23b)<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> TdA: Un investitore ha potere su un’entità oggetto di investimento quando detiene validi diritti che gli conferiscono la capacità attuale di dirigere le attività rilevanti, ossia le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell’entità oggetto di investimento

<sup>20</sup> TdA: quando l’esercizio dei diritti richiede l’approvazione di più parti, o quando i diritti sono detenuti da più parti, si deve valutare se si è in presenza di un meccanismo che doti queste parti della capacità pratica di esercitare i propri diritti collettivamente, qualora scelgano di farlo

- (70) L'esistenza di diritti sostanziali in capo ad un soggetto diverso dall'investitore può significare che l'investitore non detiene il controllo *“even if the rights give the holders only the current ability to approve or block decisions that relate to the relevant activities.”* (IFRS 10.B25).
- (71) I diritti protettivi sono definiti dall'IFRS 10 come *“Rights designed to protect the interest of the party holding those rights without giving that party power over the entity to which those rights relate.”* (IFRS 10, Appendice A)<sup>21</sup>.
- (72) I diritti protettivi *“relate to fundamental changes to the activities of an investee or apply in exceptional circumstances.”* (IFRS 10.B26).
- (73) Dato che i diritti protettivi hanno la finalità di tutelare gli interessi del soggetto che li detiene (senza attribuire a tale soggetto il potere sull'*investee*), un soggetto che è titolare esclusivamente di diritti protettivi non può avere controllo dell'*investee* nè può impedire che altri soggetti ne abbiano il controllo (IFRS 10.B27).
- (74) Il principio contabile contiene i seguenti esempi di diritti protettivi (IFRS 10.B28, nostro sottolineato):
- (i) *“a lender’s right to restrict a borrower from undertaking activities that could significantly change the credit risk of the borrower to the detriment of the lender”*<sup>22</sup>;
  - (ii) *“the right of a party holding a non-controlling interest in an investee to approve capital expenditure greater than that required in the ordinary course of business, or to approve the issue of equity or debt instruments”*<sup>23</sup>;

---

<sup>21</sup> TdA: Diritti concepiti per tutelare la partecipazione della parte che ne è titolare, senza attribuzione di poteri sull'entità cui si riferiscono tali diritti.

<sup>22</sup> TdA: il diritto di un finanziatore di impedire a un proprio debitore di intraprendere attività che potrebbero peggiorare significativamente il proprio rischio di credito, a svantaggio del finanziatore

<sup>23</sup> TdA: il diritto di una parte, titolare di una partecipazione di minoranza in una partecipata, di approvare una spesa per investimenti maggiore di quella richiesta nel

- (iii) *“the right of a lender to seize the assets of a borrower if the borrower fails to meet specified loan repayment conditions”*<sup>24</sup>.
- (75) L’IFRS 10 non contiene la presunzione che il possesso della maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili nell’Assemblea della partecipata attribuisca il controllo sulla partecipata medesima.
- (76) Al contrario, l’IFRS 10 afferma che *“For an investor that holds more than half of the voting rights of an investee, to have power over an investee, the investor’s voting rights must be substantive (...), and must provide the investor with the current ability to direct the relevant activities, which often will be through determining operating and financing policies.”* (IFRS 10.B36, nostro sottolineato)<sup>25</sup>.
- (77) Il principio contabile afferma anche che *“An investor does not have power over an investee, even though the investor holds the majority of the voting rights in the investee, when those voting rights are not substantive. For example, an investor that has more than half of the voting rights in an investee cannot have power if the relevant activities are subject to direction by a government, court, administrator, receiver, liquidator or regulator.”* (IFRS 10.B37)<sup>26</sup>.

---

normale svolgimento dell’attività, o di approvare l’emissione di strumenti rappresentativi di capitale o di strumenti di debiti

<sup>24</sup> TdA: il diritto di un finanziatore di pignorare i beni di un proprio debitore se non ottempera alle condizioni di rimborso del finanziamento prestabilite

<sup>25</sup> TdA: Affinché un investitore che detiene più della metà dei diritti di voto di una partecipata abbia potere su tale partecipata, è necessario che i diritti di voto dell’investitore siano sostanziali, in conformità ai paragrafi B22–B25, e che forniscano all’investitore la capacità effettiva di condurre le attività rilevanti, che spesso implica la determinazione delle politiche gestionali e finanziarie. Se un’altra entità è titolare di diritti esistenti che le conferiscono il diritto di condurre le attività rilevanti e tale entità non opera da agente dell’investitore, l’investitore non ha potere sulla partecipata

<sup>26</sup> TdA: Un investitore non ha potere su una partecipata, benché detenga la maggioranza dei diritti di voto, se tali diritti di voto non sono sostanziali. Per esempio, un investitore che possiede più della metà dei diritti di voto in una partecipata non può avere potere se le attività rilevanti sono soggette alla conduzione da parte di un governo centrale, di un tribunale, di un amministratore, di un curatore fallimentare, un liquidatore o un organo di vigilanza.

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcec milano.it

- (78) Le *Basis for Conclusions on IFRS 10* chiariscono, inoltre, che “*The Board carried forward the concept from IAS 27, with a modification to the words, that an investor that holds more than half the voting rights of an investee has power over the investee when those voting rights give the investor the current ability to direct the relevant activities (either directly or by appointing the members of the governing body). The Board concluded that such an investor’s voting rights are sufficient to give it power over the investee regardless of whether it has exercised its voting power, unless those rights are not substantive or there are separate arrangements providing another entity with power over the investee (such as through a contractual arrangement over decision-making or substantive potential voting rights).” (IFRS 10.BC97; enfasi aggiunta).*
- (79) Nel valutare se un investitore detiene il potere, nell’accezione del principio contabile, devono essere considerati anche i diritti di voto potenziali (siano essi o meno esercitabili alla data di Bilancio) a condizione che siano sostanziali.
- (80) In ogni caso, il potere dell’*investor* deve avere per oggetto la possibilità “*to direct the relevant activities*” dell’*investee*.
- (81) Esempi di decisioni che, normalmente, riguardano le *relevant activities* dell’*investee* sono (IFRS 10.B12):
- (i) “*establishing operating and capital decisions of the investee, including budgets*”;
  - (ii) “*appointing and remunerating an investee’s key management personnel or service providers and terminating their services or employment*”.
- (82) Il principio contabile osserva, infine, che vi è una relazione tra il potere e l’esposizione a rendimenti economici variabili: “*The greater an investor’s exposure, or rights, to variability of returns from its involvement with an investee, the greater is the incentive for the investor to obtain rights sufficient to give it power. Therefore, having a large*

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcec milano.it

*exposure to variability of returns is an indicator that the investor may have power. However, the extent of the investor's exposure does not, in itself, determine whether an investor has power over the investee.” (IFRS 10.B20)<sup>27</sup>.*

- (83) Le *Basis for Conclusions on IFRS 10* chiariscono, infatti, che “*The Board believes that an investor will, generally, want to control an investee when it has significant economic exposure.*” (IFRS 10.BC36).
- (84) ESPOSIZIONE A RENDIMENTI ECONOMICI VARIABILI. Il principio contabile chiarisce che “*The link to returns was included in the first element of control in order to clarify that having the current ability to direct inconsequential activities is not relevant to the assessment of power and control.*” (IFRS 10.BC61).
- (85) Un investitore è esposto a rendimenti economici variabili se i risultati del suo investimento variano al variare della *performance* dell'*investee* (IFRS 10.15).
- (86) Tipicamente, i rendimenti economici variabili sono dati dalle variazioni di valore dell'investimento e dai dividendi (IFRS 10.B57a).
- (87) CORRELAZIONE TRA POTERE ED ESPOSIZIONE A RENDIMENTI ECONOMICI VARIABILI. Da ultimo, l'esistenza dell'obbligo di consolidamento impone di verificare che vi sia correlazione tra il potere e l'esposizione a rendimenti economici variabili.
- (88) “*An investor controls an investee if the investor not only has power over the investee and exposure or rights to variable returns from its involvement with the investee, but also has the ability to use its power*

---

<sup>27</sup> TdA: Maggiore è l'esposizione, o i diritti, dell'investitore alla variabilità dei rendimenti derivanti dal suo coinvolgimento in una partecipata, maggiore è il suo incentivo a ottenere diritti sufficienti a dargli potere. Pertanto, una grande esposizione alla variabilità dei rendimenti indica che l'investitore può detenere potere. Tuttavia, la misura dell'esposizione dell'investitore in sé non determina se un investitore ha potere su una partecipata

*to affect the investor's returns from its involvement with the investee.”*  
(IFRS 10.17)<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> TdA: Un investitore controlla un'entità oggetto di investimento se, oltre ad avere il potere su di essa e l'esposizione o il diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio rapporto con l'entità oggetto di investimento, ha anche la capacità di esercitare il proprio potere per incidere sui rendimenti derivanti da tale rapporto.

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

#### **4. L'analisi del caso di specie.**

- (89) Come sopra evidenziato, il presente Parere ha ad oggetto la verifica della possibilità che l'OPS di MPS su Mediobanca sia qualificata come *reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali.
- (90) L'OPS di MPS (la "*issuing entity*") su Mediobanca sarebbe qualificata come *reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali nel caso Mediobanca fosse identificata come l'acquirente nella *business combination* (in tal caso, infatti, "*the issuing entity is the acquiree*").
- (91) Per rispondere al quesito sottoposto, pertanto, occorre verificare se è possibile che Mediobanca possa essere considerata l'acquirente nella *business combination* rappresentata dall'OPS di MPS su Mediobanca.

\*\*\*

- (92) L'illustrazione della disciplina contabile di riferimento ha evidenziato come in una *business combination*, ai sensi dell'IFRS 3, sia necessario identificare (sempre e comunque) il soggetto acquirente.
- (93) L'illustrazione della disciplina contabile di riferimento ha altresì evidenziato che in una *business combination* l'acquirente deve essere ricercato, innanzitutto, sulla base della disciplina in materia di controllo contenuta nell'IFRS 10.
- (94) Ciò ricordato, si osserva preliminarmente come in base alla disciplina di cui all'IFRS 10 non sia possibile, nel caso di specie, identificare il soggetto acquirente.
- (95) Ciò per il semplice motivo che alla data del presente Parere non sono noti né gli esiti dell'OPS né gli assetti di *governance* del soggetto risultante dalla *business combination* (e la disciplina di cui all'IFRS 10,

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcec milano.it

in precedenza descritta, può essere applicata solo in presenza di un assetto societario e di *governance* “definito”).

- (96) Poiché sulla base della disciplina di cui all'IFRS 10 non può essere identificato l'acquirente nella *business combination*, non è neanche possibile concludere se l'OPS di MPS su Mediobanca sia una *acquisition* o una *reverse acquisition*.
- (97) A questo punto dell'analisi, pertanto, al quesito oggetto del presente Parere non può essere data risposta.

\*\*\*

- (98) Come evidenziato in precedenza, nel caso non sia possibile individuare l'acquirente in una *business combination* sulla base della disciplina di cui all'IFRS 10, esso deve essere identificato sulla base dell'analisi delle (altre) circostanze descritte nell'IFRS 3.
- (99) Nel caso di specie, tuttavia, anche l'analisi di tali circostanze non può che essere effettuata in un contesto in cui non sono noti né gli esiti dell'OPS né gli assetti di *governance* del soggetto risultante dalla *business combination*.
- (100) Per rispondere al quesito sottoposto (se l'OPS di MPS possa essere una *reverse acquisition*, e non già se lo sia o lo sarà), si deve quindi verificare se esiste un possibile esito dell'OPS in cui Mediobanca possa risultare (alla luce delle circostanze richiamate dall'IFRS 3) l'acquirente nella *business combination*.
- (101) In tal caso, infatti, “*the issuing entity is the acquiree*”, la *business combination* è una *reverse acquisition* e al parere può essere data risposta positiva.

\*\*\*

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

- (102) Come evidenziato in precedenza, le circostanze da considerare nella determinazione dell'acquirente (quando non è possibile concludere in base alla disciplina di cui all'IFRS 10) includono le seguenti (IFRS 3.B15):
- (i) *“the relative voting rights in the combined entity after the business combination”*;
  - (ii) *“the existence of a large minority voting interest in the combined entity if no other owner or organised group of owners has a significant voting interest”*;
  - (iii) *“the composition of the governing body of the combined entity”*;
  - (iv) *“the composition of the senior management of the combined entity”*;
  - (v) *“the terms of the exchange of equity interests”*.
- (103) Tali circostanze sono analizzate di seguito.
- (104) RELATIVE VOTING RIGHTS. Come evidenziato in precedenza, al variare del numero delle azioni di Mediobanca conferite in adesione all'OPS, varia (evidentemente) la composizione del capitale sociale di MPS risultante dall'OPS:
- (i) in caso di adesione pari al 100% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno circa il 63% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno il restante 37%);
  - (ii) in caso di adesione pari al 66,67% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno circa il 53% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno il restante 47%);
  - (iii) in caso di adesione superiore al 60% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno oltre il 50% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno una quota inferiore al 50%);

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

- (iv) in caso di adesione pari al 35% del capitale sociale di Mediobanca, gli *ex* soci di Mediobanca deterranno circa il 37% del nuovo gruppo (mentre gli *ex* soci di MPS deterranno il restante 63%).
- (105) Esistono quindi scenari (tutti quelli con adesione all'OPS in misura superiore al 60% degli azionisti di Mediobanca) in cui gli *ex* azionisti di Mediobanca rappresentano la maggioranza assoluta degli azionisti del soggetto risultante dalla *business combination* (e ciò depone a favore del fatto che Mediobanca sia l'acquirente).
- (106) LARGE MINORITY. La presenza di significativi azionisti minoranza (Delfin e Caltagirone) nel capitale sociale sia di MPS sia di Mediobanca comporta che ad esito dell'OPS (ed in caso di loro adesione all'OPS nella veste di azionisti di Mediobanca) essi detengano una rilevante quota di minoranza del soggetto risultante dalla *business combination*.
- (107) Infatti, ipotizzando che le azioni in Mediobanca detenute da Delfin e da Caltagirone siano conferite in adesione:
- (i) in caso di adesione pari al 100% del capitale sociale di Mediobanca, Delfin deterrà circa il 15,9% del nuovo gruppo, mentre Caltagirone deterrà circa l'8,4%;
  - (ii) in caso di adesione pari al 35% del capitale sociale di Mediobanca, Delfin deterrà circa il 26,9% del nuovo gruppo, mentre Caltagirone deterrà circa il 14,2%.
- (108) Tale rilevante quota di minoranza nel soggetto risultante dalla *business combination* è conseguenza della circostanza che Delfin e Caltagirone sono (prima della *business combination*) azionisti sia di MPS sia di Mediobanca.
- (109) In tale contesto non è immediato stabilire se tale rilevante quota sia (a sua volta) conseguenza della partecipazione precedentemente detenuta nell'una (MPS) o nell'altra (Mediobanca) società.

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 - 20121 Milano

Tel: +39027712961 - Fax: +3902781714 - Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it - PEC: michele.caso@odcec milano.it

- (110) L'analisi di tale circostanza, pertanto, non appare dirimente.
- (111) GOVERNING BODY. Non essendo noti gli assetti di *governance* del soggetto risultante dalla *business combination*, la circostanza non può essere analizzata.
- (112) SENIOR MANAGEMENT. Anche in questo caso, non essendo noti gli assetti di *governance* del soggetto risultante dalla *business combination*, la circostanza non può essere analizzata.
- (113) TERMS OF THE EXCHANGE. Come evidenziato in precedenza, l'IFRS 3 prevede che “[t]he acquirer is usually the combining entity that **pays a premium** over the pre-combination fair value of the equity interests of the other combining entity or entities”.
- (114) L'andamento dei prezzi di mercato dei mesi successivi all'annuncio dell'OPS da parte di MPS ha evidenziato quotazioni del titolo di Mediobanca sia a premio sia (soprattutto) a significativo sconto rispetto al corrispettivo previsto dall'OPS (e ciò depone a favore del fatto che Mediobanca sia l'acquirente in quanto è nella sostanza Mediobanca a pagare un premio per l'acquisizione di MPS).
- (115) RELATIVE SIZE. Oltre alle circostanze sopra analizzate, l'IFRS 3 afferma anche che “[t]he acquirer is usually the combining entity whose **relative size** (measured in, for example, assets, revenues or profit) is significantly greater than that of the other combining entity or entities”.
- (116) Da questo punto di vista, è possibile osservare come alla data del presente parere la capitalizzazione di borsa di Mediobanca sia (e sia stata anche nel recente passato) largamente superiore a quella di MPS (e ciò depone a favore del fatto che Mediobanca sia l'acquirente).

\*\*\*

- (117) Così conclusa l'analisi delle circostanze richiamate dall'IFRS 3 (alle quali si deve ricorrere quando non è possibile concludere in base all'IFRS 10 chi sia il soggetto acquirente nella *business combination*), occorre ora fare "sintesi" di tale analisi.
- (118) A tal fine, si è ricordato in precedenza che nessuna delle circostanze descritte nell'IFRS 3 è (in sé considerata) decisiva al fine di individuare il soggetto acquirente in una *business combination*.
- (119) Si è anche ricordato in precedenza che non vi sono circostanze più rilevanti di altre: la conclusione in ordine al soggetto acquirente in una *business combination* deriva dalla (preliminare) considerazione di ciascuna di tali circostanze e dalla (successiva) valutazione delle analisi effettuate e dell'accadimento economico oggetto di analisi nel suo complesso.
- (120) Ciò ricordato, la complessiva analisi che precede ha evidenziato che esistono numerosi scenari in cui è possibile concludere (per le ragioni illustrate) che Mediobanca sia l'acquirente nella *business combination*.
- (121) Pertanto, da una complessiva analisi delle circostanze richiamate dall'IFRS 3 per identificare l'acquirente in una *business combination*, non si può certamente escludere:
- (i) che Mediobanca possa risultare l'acquirente nella *business combination*;
  - (ii) che, di conseguenza, l'OPS di MPS su Mediobanca possa costituire una *reverse acquisition*.

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 – 20121 Milano

Tel: +39027712961 – Fax: +3902781714 – Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it – PEC: michele.caso@odcecmilano.it

## **5. La sintesi delle conclusioni.**

- (122) Il presente Parere aveva ad oggetto la possibilità che l'OPS di MPS su Mediobanca sia qualificata come *reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali.
- (123) L'analisi che precede ha consentito di evidenziare quanto segue:
- (i) la conclusione circa la corretta qualificazione dell'OPS nel Bilancio Consolidato di MPS potrà essere raggiunta solo ad esito dell'operazione (una volta che saranno noti la composizione dell'azionariato di MPS e gli assetti di *governance* del nuovo gruppo);
  - (ii) alla data del presente Parere, tuttavia, è possibile ipotizzare scenari nei quali, ad esito dell'OPS, Mediobanca risulti l'acquirente nella *business combination*;
  - (iii) in tali scenari, l'OPS sarebbe rappresentata nel Bilancio Consolidato di MPS come una *reverse acquisition*.
- (124) Al quesito oggetto del presente Parere può quindi essere data la seguente risposta: è certamente possibile che l'OPS di MPS su Mediobanca sia qualificata come *reverse acquisition* nel Bilancio Consolidato di MPS predisposto in base ai Principi Contabili Internazionali

Milano, 26 Agosto 2025



---

Dott. Michele Casò

---

**Dott. Michele Casò**

Via Bigli 21 - 20121 Milano

Tel: +39027712961 - Fax: +3902781714 - Cell: +393389217694

e-mail: mcaso@erse.it - PEC: michele.caso@odcecmilano.it