

Bruxelles, 14.7.2025
C(2025) 4624 final

SPECIAL HANDLING: *COMP**

VALUTAZIONE PRELIMINARE

del 14.7.2025

**a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e
del protocollo 21 dell'accordo SEE**

(Caso M.12052 - UNICREDIT / BANCO BPM (Art. 21(4)))

(Fa fede unicamente il testo in lingua italiana)

* Distribution only on a 'Need to know' basis - Do not read or carry openly in public places. Must be stored securely and encrypted in storage and transmission. Destroy copies by shredding or secure deletion. Full handling instructions <https://europa.eu/db43PX>

INDICE

1.	Introduzione	3
1.1.	La competenza esclusiva della Commissione in materia di concentrazioni	3
1.2.	L'operazione e il decreto italiano	4
2.	La decisione della Commissione relativa all'Operazione.....	5
3.	Misure adottate dall'Italia in relazione all'Operazione	6
3.1.	Il contesto normativo	6
3.2.	La procedura della PCM	6
3.3.	Il Decreto	7
3.4.	Azioni intraprese da UniCredit in relazione al Decreto	7
3.4.1.	Ricorso amministrativo	8
3.4.2.	Ricorso dinanzi al Tribunale amministrativo italiano	8
4.	Indagine della Commissione	9
5.	Valutazione preliminare delle misure ai sensi dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni	10
5.1.	Diritti e doveri degli Stati membri	10
5.1.1.	Articolo 21 del Regolamento Concentrazioni	10
5.1.2.	Libera circolazione dei capitali	11
5.1.3.	Deroghe per motivi di pubblica sicurezza.....	12
5.1.4.	Articolo 127, paragrafo 6, TFUE e SSMR	14
5.1.5.	Regolamento sui requisiti patrimoniali e CRD	15
5.1.6.	Direttiva OICVM	16
5.1.7.	Direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi.....	17
5.1.8.	Le direttive sui mercati degli strumenti finanziari ("MiFID II")	18
5.2.	Osservazioni dell'Italia	18
5.3.	Valutazione della Commissione.....	20
5.3.1.	Panoramica.....	20
5.3.2.	Violazione degli obblighi di comunicazione e di sospensione ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni.....	21
5.3.3.	Il Decreto non è compatibile con il diritto dell'Unione.....	27
5.3.3.1.	Libera circolazione dei capitali	27
5.3.3.2.	SSMR e CRD	28
5.3.3.3.	La Prescrizione su Prestiti e Depositi.....	29
5.3.3.4.	La Prescrizione sul Project Finance	38
5.3.3.5.	La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane	42
5.3.3.6.	La Prescrizione sullo Sviluppo della Società.....	49

5.3.3.7. La Prescrizione di Uscita dalla Russia	51
6. Conclusione.....	54

VALUTAZIONE PRELIMINARE

del 14.7.2025

a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE

(Caso M.12052 - UNICREDIT / BANCO BPM (Art. 21(4)))

(Fa fede unicamente il testo in lingua italiana)

1. INTRODUZIONE

1.1. La competenza esclusiva della Commissione in materia di concentrazioni

- (1) Il regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio ("Regolamento Concentrazioni")¹ stabilisce che le concentrazioni di dimensione comunitaria dovrebbero, di norma, essere esaminate esclusivamente a livello dell'Unione Europea ("UE") dalla Commissione europea. Il Regolamento Concentrazioni non impedisce agli Stati membri di adottare misure appropriate diverse da quelle contemplate dal Regolamento Concentrazioni, ma tali misure devono essere compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto UE.² Il Regolamento Concentrazioni mira pertanto a prevenire tentativi degli Stati membri di adottare misure ingiustificate che impediscano o limitino le acquisizioni (anche di società stabilite in tale Stato membro), qualora tali acquisizioni abbiano una dimensione UE. Ciò ha il fine di sostenere il completamento del mercato interno.
- (2) L'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni indica in quali scenari gli Stati membri possono adottare provvedimenti opportuni in relazione a una concentrazione di dimensione UE. Tale articolo consente alla Commissione di valutare se le misure degli Stati membri sono in linea con i requisiti di cui al paragrafo precedente. In tal modo la Commissione può, se necessario, intervenire per dissuadere e, in ultima analisi, prevenire interventi ingiustificati o illegali da parte degli Stati membri in relazione a concentrazioni aventi una dimensione UE. La Commissione esamina tali misure da parte degli Stati membri per garantire l'efficacia del Regolamento Concentrazioni e tutelare il mercato interno.
- (3) Ai sensi dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni, la Commissione deve valutare se le misure degli Stati membri siano compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto UE. Le restrizioni alle fusioni e acquisizioni vietate dall'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni possono in particolare essere incompatibili con le norme sul mercato interno contenute nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ("TFUE"), in particolare con l'articolo 63 TFUE relativo alla libera circolazione dei capitali. Tuttavia, qualsiasi intervento della Commissione a norma dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni volto a preservare la sua competenza esclusiva ai sensi di tale regolamento non pregiudica gli interventi della Commissione su altre basi giuridiche.

¹ Regolamento (CE) n.139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, GU n. L 24/1 del 29 gennaio 2004, pag. 1.

² Considerando 19 e articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni.

- (4) Tale controllo da parte della Commissione è essenziale per promuovere il mercato interno, che rimane ampiamente tra i paesi dell'UE frammentato in alcuni settori. Ciò è particolarmente importante in relazione ai mercati finanziari, ove la Commissione sta attualmente dando priorità alle iniziative volte a promuovere una maggiore integrazione, tra cui l'Unione dei mercati dei capitali, l'Unione bancaria o l'Unione del risparmio e degli investimenti. Pertanto, finché le concentrazioni di dimensione UE non ostacolano in modo significativo la concorrenza nel mercato interno, gli Stati membri non dovrebbero adottare misure che rischiano di creare un'ulteriore frammentazione in violazione dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni.

1.2. L'operazione e il decreto italiano

- (5) Il 24 novembre 2024 UniCredit S.p.A. ("UniCredit", Italia) ha lanciato un'offerta pubblica volontaria di scambio ("Offerta") per tutte le azioni di Banco BPM S.p.A. ("BPM", Italia). Una volta completata con successo tale offerta, UniCredit acquisirà il controllo esclusivo di BPM ("l'Operazione").
- (6) **UniCredit** fornisce servizi bancari al dettaglio, commerciali e privati, servizi assicurativi e servizi di gestione patrimoniale ad oltre 15 milioni di clienti in tutto il mondo. Opera principalmente in Italia, Germania, Europa centrale e orientale. UniCredit è la seconda banca italiana per capitalizzazione di mercato. Nel 2024 ha registrato ricavi pari a EUR 57 706 milioni di EUR e ha impiegato circa 70 752 dipendenti.
- (7) **BPM** fornisce servizi bancari al dettaglio, commerciali, di investimento, di gestione patrimoniale e servizi assicurativi in Italia. La sua attività principale è rivolta a piccole e medie imprese ("PMI") che operano nell'Italia settentrionale. BPM è la quarta banca italiana per capitalizzazione di mercato. Nel 2024 ha generato ricavi per 9 461 milioni di EUR e ha impiegato circa 19 011 dipendenti.
- (8) Le autorità italiane hanno riesaminato l'Operazione ai sensi del decreto legislativo italiano n. 21 del 15 marzo 2012 e la Presidenza del Consiglio dei Ministri italiana ("PCM") il 18 aprile 2025 ha emanato un decreto (il "Decreto") che impone obblighi che si applicherebbero alla banca risultante dalla fusione al completamento dell'Operazione.
- (9) Considerando il Decreto, unitamente alla prima valutazione e reazione di UniCredit, come descritto ai paragrafi (22) e seguenti,³ l'Autorità Italiana per la vigilanza dei mercati finanziari ("CONSOB") ha notificato, il 21 maggio 2025, una sospensione⁴ di 30 giorni del periodo di offerta ai sensi dell'articolo 102, paragrafo 6, lettera b), del Testo Unico della Finanza.⁵ Di conseguenza, il periodo di offerta, con scadenza inizialmente prevista per il 23 giugno 2025, scadrà il 23 luglio 2025.
- (10) A seguito dell'esame del Decreto e della successiva corrispondenza con l'Italia, la Commissione europea ("Commissione") è giunta alla conclusione preliminare che il Decreto, nella sua forma attuale, è incompatibile con l'articolo 21 del Regolamento

³ Come ulteriormente comunicato alla CONSOB con le lettere inviate il 5, 7 e 9 maggio 2025.

⁴ <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/delibera-n-23562>

⁵ "Testo Unico della Finanza" o "TUF", come risulta dal decreto-legge 24 febbraio 1998, n. 58, da ultimo aggiornato dal decreto-legge 6 settembre 2024, n. 125, dalla legge 28 ottobre 2024, n. 162, dal decreto-legge 24 gennaio 2025, n. 3, convertito, con modificazioni, dalla legge 20 marzo 2025, n. 31, dal decreto-legge 10 marzo 2025, n. 23, e dalla legge 11 marzo 2025, n. 28.

Concentrazioni.⁶ La Commissione adotta pertanto la presente valutazione preliminare per dare all'Italia la possibilità di comunicarle il proprio punto di vista in merito al procedimento di cui all'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni e/o di modificare il Decreto, prima che la Commissione adotti una decisione definitiva.

2. LA DECISIONE DELLA COMMISSIONE RELATIVA ALL'OPERAZIONE

- (11) UniCredit e BPM (le "Parti") hanno un fatturato aggregato combinato a livello mondiale superiore a 5 000 milioni di EUR. ⁽⁷⁾ Ciascuna di esse ha realizzato un fatturato a livello dell'Unione superiore a 250 milioni di EUR, ma esse non realizzano più dei due terzi del proprio fatturato aggregato a livello dell'Unione all'interno di un solo e medesimo Stato membro. Pertanto, l'Operazione notificata ha dimensione UE.
- (12) Il 19 giugno 2025 la Commissione ha adottato una decisione ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 1, lettera b), in combinato disposto con l'articolo 6, paragrafo 2, del Regolamento Concentrazioni, che approva l'Operazione subordinatamente a degli impegni (la "Decisione"). ⁽⁸⁾
- (13) Nella Decisione la Commissione ha constatato che l'Operazione sollevava seri dubbi circa la sua compatibilità con il mercato interno per quanto riguarda i mercati dei prestiti, dei depositi e dei risparmi alle PMI, nonché i prestiti e i depositi ai clienti al dettaglio in 181 aree locali all'interno del territorio italiano.
- (14) La Commissione ha tuttavia constatato che gli impegni proposti da UniCredit il 16 giugno 2025 (gli "Impegni") rispondevano pienamente alle preoccupazioni in materia di concorrenza derivanti dall'Operazione, in quanto comportano la cessione di filiali di BPM in tutte le aree individuate come problematiche dalla Commissione. Gli Impegni consistono nella cessione di 209 filiali di BPM, che rappresentano circa 12 miliardi di EUR di depositi e 7 miliardi di EUR di prestiti.
- (15) La Commissione ha constatato che gli Impegni erano completi ed efficaci da tutti i punti di vista, avendo risposto pienamente a tutte le preoccupazioni sollevate durante l'indagine di mercato sugli Impegni stessi. Inoltre, gli Impegni potevano essere attuati efficacemente entro un breve periodo di tempo. Gli Impegni sono pertanto in grado di rendere l'Operazione compatibile con il mercato interno.
- (16) Su tale base, la Commissione ha deciso di non opporsi all'Operazione come modificata dagli Impegni e di dichiararla compatibile con il mercato interno e con il funzionamento dell'accordo SEE, fatto salvo il pieno rispetto delle condizioni e degli obblighi contenuti negli Impegni.

⁶ Regolamento (CE) n.139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, GU n. L 24/1 del 29 gennaio 2004, pag. 1.

⁷ Fatturato calcolato a norma dell'articolo 5, paragrafo 1, del regolamento sulle concentrazioni e della comunicazione consolidata della Commissione sui criteri di competenza giurisdizionale a norma del regolamento (CE) n.139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (GU C 95 del 16.4.2008, pag. 1).

⁸ Decisione della Commissione del 19 giugno 2025 nel caso M.11830 *UniCredit/Banco BPM*.

3. MISURE ADOTTATE DALL'ITALIA IN RELAZIONE ALL'OPERAZIONE

3.1. Il contesto normativo

- (17) Il governo italiano ha il potere, ai sensi del diritto nazionale, di imporre condizioni alle operazioni, di porre il veto a decisioni societarie, nonché di vietare le acquisizioni che coinvolgono società che svolgono determinate attività o detengono determinati attivi ("Golden Power").
- (18) Il Golden Power si basa su, ed è disciplinato da, vari atti legislativi:
- (1) Il decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21 (convertito, con modificazioni, dalla legge 11 maggio 2012, n. 56), che conferisce alla PCM il potere di rivedere gli investimenti in imprese italiane attive nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché in determinati settori di attività definite di importanza strategica ("decreto-legge 2012/21").
 - (2) Il decreto-legge 25 marzo 2019, n. 22 (convertito, con modificazioni, dalla legge 20 maggio 2019, n. 41), che approfondisce l'esercizio del Golden Power relativo ai servizi di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia 5G (il "decreto-legge 2019/22").
 - (3) Il decreto-legge 21 settembre 2019, n. 105 (convertito, con modificazioni, dalla legge 18 novembre 2019, n. 133), che estende l'ambito operativo dei poteri "Golden Power" nei settori strategici, in linea con il regolamento (UE) 2019/452 relativo al controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea ("regolamento IED") (il "decreto-legge 2019/105").
 - (4) Numerosi atti normativi, in particolare di natura regolamentare, tra cui i) il decreto del Presidente della Repubblica 19 febbraio 2014, n. 35, ii) il decreto del Presidente della Repubblica 25 marzo 2014, n. 86, iii) il decreto della PCM 6 giugno 2014, n. 108, iv) il decreto della PCM 18 dicembre 2020, n. 179, v) il decreto della PCM 23 dicembre 2020, n. 180, vi) il decreto della PCM del 1° agosto 2022.

3.2. La procedura della PCM

- (19) Il 4 febbraio 2025 UniCredit ha notificato l'Operazione alla PCM, ai sensi del decreto-legge 2012/21. Il procedimento di revisione è condotto da un comitato composto da diverse agenzie governative. Poiché la notifica riguardava il settore bancario, la PCM ha incaricato il Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze ("MEF") di condurre l'indagine e di proporre l'adozione di opportune misure ai sensi del decreto-legge 2012/21. Nel corso del procedimento, UniCredit, insieme ad altri operatori del mercato e agenzie pubbliche, ha ricevuto e risposto alle richieste di informazioni della PCM.
- (20) Il comitato di revisione può impiegare fino a 45 giorni per valutare la notifica, periodo che può essere esteso in caso di domande o se è necessario ottenere informazioni da terzi. Nell'ambito della revisione, il comitato può organizzare audizioni con le parti prima di formulare le proprie conclusioni. Il comitato ha il potere di constatare che:
- (1) non sussistono problemi critici, nel qual caso approverà l'operazione; oppure
 - (2) l'operazione non rientra nell'ambito dei suoi poteri di controllo, nel qual caso non può intervenire; o che

- (3) sussistono problemi critici, nel qual caso può approvare l'operazione a determinate condizioni o porre il veto all'operazione in quanto potrebbe compromettere le attività strategiche dello Stato italiano.
- (21) Il 18 aprile 2025, a seguito di una riunione tra la PCM e le agenzie consultate, il MEF ha presentato una relazione istruttoria in cui raccomandava l'esercizio dei poteri di Golden Power. Lo stesso giorno, la PCM ha emanato il Decreto ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 5, del decreto-legge 2012/21.

3.3. Il Decreto

- (22) Il Decreto è composto da tre articoli. L'articolo 1 del Decreto impone a UniCredit una serie di obblighi al termine dell'Operazione (le "Prescrizioni"). Nello specifico, le Prescrizioni assumono la forma di requisiti per UniCredit:
- (1) Non abbassare il rapporto prestiti/depositi di UniCredit e BPM in Italia al di sotto del rapporto attuale per i prossimi 5 anni, con l'obiettivo di sostenere i prestiti ai consumatori e alle PMI in Italia ("Prescrizione su Prestiti e Depositi");
 - (2) Non abbassare il portafoglio di *project finance* di UniCredit e BPM in Italia al di sotto del livello attuale ("Prescrizione sul *Project Finance*") per un periodo indeterminato;
 - (3) Non ridurre gli investimenti di Anima Holding S.p.A ("Anima") in titoli di emittenti italiani al di sotto del livello attuale per un periodo di almeno 5 anni ("Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane");
 - (4) "*Supportare lo sviluppo della Società*" per un periodo di almeno 5 anni ("Prescrizione sullo Sviluppo della Società");
 - (5) Cessare tutte le attività in Russia riguardanti la raccolta di depositi, il prestito e il collocamento di fondi per prestiti transfrontalieri entro 9 mesi dall'adozione del Decreto ("Prescrizione di Uscita dalla Russia").
- (23) Inoltre, l'articolo 1 impone a UniCredit di comunicare all'entità incaricata del monitoraggio della conformità ogni eventuale difficoltà nel rispetto delle Prescrizioni.
- (24) L'articolo 2 del Decreto affida al MEF il controllo del rispetto delle Prescrizioni, ai sensi dell'articolo 7 del decreto del Presidente della Repubblica 25 marzo 2014, n. 86.
- (25) L'articolo 3 del Decreto prevede la possibilità di sanzioni in caso di inadempimento o violazione delle Prescrizioni, come stabilito dall'articolo 2 del decreto-legge 2012/21.⁹

3.4. Azioni intraprese da UniCredit in relazione al Decreto

- (26) Al ricevimento del Decreto, UniCredit ha comunicato pubblicamente¹⁰ il proprio disaccordo con le misure imposte. In particolare, UniCredit ha espresso il parere che

⁹ Ai sensi di tale articolo, le sanzioni vanno da un'ammenda fino al doppio del valore dell'operazione, pari almeno al 1 % del fatturato totale realizzato dalle società coinvolte nell'ultimo bilancio annuale, alla nullità dell'operazione di cui trattasi e/o all'obbligo di ripristinare la situazione precedente all'operazione. Sebbene la misura precisa per quantificare il valore dell'operazione nell'ambito della legislazione sul Golden Power non sia chiara, la Commissione osserva, come indicatore, che la capitalizzazione di mercato di BPM è stata tra 10 e 13 miliardi di EUR negli ultimi mesi.

le Prescrizioni imposte dal Decreto non siano chiare e potrebbero non essere in linea con il diritto italiano e dell'Unione. Ciò sarebbe dovuto in particolare al fatto che le possibili sanzioni per inadempimento potrebbero essere talmente significative da indurre UniCredit a ritirare l'Offerta su BPM.¹¹

3.4.1. *Ricorso amministrativo*

- (27) Il 21 aprile 2025, tenuto conto delle preoccupazioni di cui al paragrafo (26), UniCredit ha inviato una lettera al governo italiano chiedendo:
- (1) alla PCM, in quanto autorità procedente, di prendere in considerazione l'annullamento o l'adeguamento del Decreto ("istanza in autotutela"),¹² e
 - (2) al MEF, in quanto autorità designata di controllo, di valutare i vincoli che incidono sull'attuazione delle Prescrizioni.
- (28) UniCredit ha chiesto una risposta alla sua lettera entro il 21 maggio 2025.
- (29) Per quanto riguarda il punto nel sottoparagrafo (27)(1) di cui sopra, relativo alla richiesta alla PCM di valutare la possibilità di modificare o annullare il Decreto, UniCredit non ha ricevuto alcuna risposta né orale né scritta.
- (30) Per quanto riguarda il punto nel sottoparagrafo (27)(2) di cui sopra, relativo all'attuazione delle Prescrizioni, il 15 maggio 2025 si sono tenute discussioni orali tra UniCredit e il MEF. A seguito di tali discussioni, il 29 maggio 2025 il MEF ha inviato una lettera a UniCredit (la "lettera di monitoraggio").
- (31) La lettera di monitoraggio illustra le condizioni alle quali il MEF prevede di monitorare il rispetto da parte di UniCredit dei requisiti del Decreto. Essa conferma, tra le varie condizioni, che UniCredit può sostenere, durante la fase di monitoraggio, la sussistenza di circostanze che rendono impossibile il rispetto del Decreto, che saranno poi valutate in buona fede e in uno spirito di leale cooperazione.
- (32) La lettera di monitoraggio non modifica il Decreto o le Prescrizioni, in quanto i) la lettera non è e non può essere interpretata o intesa come modifica, emendamento o integrazione del Decreto; ii) si applica solo alla fase di monitoraggio, dopo il completamento dell'Operazione; iii) è senza pregiudizio di qualsiasi altra disposizione di legge, compreso il Decreto.

3.4.2. *Ricorso dinanzi al Tribunale amministrativo italiano*

- (33) Il 23 maggio 2025 UniCredit ha adito il tribunale amministrativo italiano competente per le controversie relative ad atti provenienti da un'amministrazione dello Stato, impugnando il Decreto e chiedendo l'applicazione di provvedimenti cautelari sospensivi.

¹⁰ Cfr. il comunicato stampa di UniCredit del 22 aprile 2025, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.unicreditgroup.eu/en/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release1.html>

¹¹ Cfr. ad esempio l'articolo di stampa di La Repubblica del 20 giugno 2025 disponibile al seguente indirizzo: https://www.repubblica.it/economia/2025/06/19/news/intervista_andrea_orcel_unicredit_bpm_golden_power-424680591/

¹² Si tratta del potere della pubblica amministrazione di rettificare o annullare i propri atti in via di autotutela, qualora questi siano giudicati illegittimi o infondati, di propria iniziativa o su richiesta delle parti destinatarie degli atti.

- (34) Il 4 giugno 2025, nel corso di un'udienza sui provvedimenti cautelari, l'UniCredit ha ritirato la domanda di provvedimenti cautelari. Il tribunale ha fissato al 9 luglio 2025 la data dell'udienza sul merito del ricorso.

4. INDAGINE DELLA COMMISSIONE

- (35) Il 18 marzo 2025 i servizi della Commissione hanno avuto una riunione telefonica con la PCM per comprendere il suo processo investigativo e le possibili azioni che avrebbe potuto intraprendere in questo caso. La Commissione ha richiesto un ulteriore contatto telefonico con un messaggio di posta elettronica del 17 aprile, al fine di comprendere lo stato dell'indagine della PCM, ma non ha ricevuto alcuna risposta. A seguito dell'adozione del Decreto, i servizi della Commissione hanno richiesto un ulteriore contatto telefonico con la PCM con un messaggio di posta elettronica del 22 maggio, ma anche tale richiesta è rimasta senza risposta.
- (36) Il 26 maggio 2025 i servizi della Commissione hanno inviato una richiesta di informazioni alle autorità italiane, a norma dell'articolo 11, paragrafo 6, del Regolamento Concentrazioni, per comprendere se il Decreto e le Prescrizioni siano compatibili con la competenza esclusiva della Commissione di valutare le concentrazioni di dimensione UE ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni. La richiesta di informazioni ha fissato il termine per la risposta da parte delle autorità italiane al 10 giugno 2025.
- (37) Dopo aver ricordato il quadro giuridico pertinente, la richiesta di informazioni ha posto 14 domande alle autorità italiane, chiedendo loro di chiarire in particolare:
- (1) il contenuto e la portata delle Prescrizioni, inclusi chiarimenti su quali titoli sono soggetti alla Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane e in che modo la Prescrizione sullo Sviluppo della Società si applicherebbe nella pratica e interagirebbe con una potenziale cessione delle attività di BPM, nonché sui tipi e sugli importi delle sanzioni previste;
 - (2) in che modo l'acquisizione di una banca italiana da parte di un'altra banca italiana possa creare una minaccia reale e sufficientemente sensibile alla sicurezza pubblica in Italia e in che misura le prescrizioni siano necessarie e proporzionate a far fronte a tale minaccia;
 - (3) la compatibilità degli obblighi con:
 - (a) L'Articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni,
 - (b) Gli Articoli 63 e 65 TFUE sulla libera circolazione dei capitali,
 - (c) L'articolo 127, paragrafo 6, del TFUE, in relazione ai compiti attribuiti alla Banca centrale europea ("BCE"), il regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio che istituisce il meccanismo di vigilanza unico ("SSMR") e la direttiva¹³ 2013/36/UE e successive modifiche (direttiva sui requisiti patrimoniali, di seguito "CRD"),¹⁴

¹³ Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU L 287 del 29.10.2013, pag. 63, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>).

¹⁴ Direttiva n. 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva

- (d) La Direttiva 2009/65/CE, come modificata (direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, di seguito "direttiva OICVM").¹⁵

- (38) L' 11 giugno 2025 le autorità italiane hanno risposto per iscritto alla richiesta di informazioni. Come specificato nella sezione 5.2, le autorità italiane hanno affermato, nella loro risposta, che il Decreto era stato adottato per motivi di pubblica sicurezza. Esse hanno fornito alcuni elementi relativi al contesto del Decreto adottato nell'ambito della legislazione sul Golden Power.

5. VALUTAZIONE PRELIMINARE DELLE MISURE AI SENSI DELL'ARTICOLO 21 DEL REGOLAMENTO CONCENTRAZIONI

5.1. Diritti e doveri degli Stati membri

5.1.1. Articolo 21 del Regolamento Concentrazioni

Quadro generale

- (39) A norma dell'articolo 21, paragrafo 2, del Regolamento Concentrazioni, la Commissione ha competenza esclusiva per valutare l'impatto sulla concorrenza delle concentrazioni di dimensione UE quali definite agli articoli 1 e 3 di tale regolamento.
- (40) L'articolo 21, paragrafo 3, del Regolamento Concentrazioni stabilisce che gli Stati membri non applicano la loro legislazione nazionale in materia di concorrenza alle concentrazioni di dimensione UE.
- (41) L'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni stabilisce che "gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal presente regolamento e compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario opportuni provvedimenti". Di conseguenza, gli Stati membri possono adottare misure che potrebbero vietare, sottoporre a condizioni o pregiudicare in altro modo le concentrazioni solo se:
- (1) le misure in questione tutelano interessi diversi da quelli presi in considerazione dal Regolamento Concentrazioni, e
 - (2) tali misure sono necessarie e proporzionate alla tutela di interessi compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione.

Misure per le quali non è richiesta alcuna comunicazione o approvazione preventiva

- (42) Ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni, "Sono considerati interessi legittimi ai sensi del primo comma la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione, le norme prudenziali" ("Interessi Riconosciuti"). Gli Stati membri possono imporre condizioni o vietare operazioni aventi una dimensione UE sulla base di Interessi Riconosciuti senza notificare preventivamente alla Commissione, per approvazione, le misure adottate. Ciò vale a condizione che le

2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>).

¹⁵ Direttiva n. 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

misure mirino realmente a tutelare un Interesse Riconosciuto e siano chiaramente conformi ai principi di proporzionalità e di non discriminazione.¹⁶

Misure che richiedono comunicazione e approvazione preventiva

- (43) A norma dell'articolo 21, paragrafo 4, secondo trattino, del Regolamento Concentrazioni, le misure nazionali che possono vietare, condizionare o pregiudicare in altro modo una concentrazione di dimensione UE per la tutela di qualsiasi altro interesse devono essere comunicate alla Commissione prima della loro adozione ed entrata in vigore. La Commissione deve quindi decidere se tali misure siano necessarie e proporzionate alla tutela di un interesse compatibile con il diritto dell'Unione. Tali misure non possono costituire un mezzo di discriminazione arbitraria o una restrizione dissimulata alle libertà fondamentali, come la libera circolazione dei capitali o, sotto qualsiasi altro profilo, una violazione dei principi generali o di altre disposizioni del diritto dell'Unione ("obblighi di comunicazione e di sospensione").
- (44) Al fine di garantire l'effetto utile dell'articolo 21, paragrafo 4, secondo trattino, del Regolamento Concentrazioni, letto insieme all'articolo 4, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione europea ("TUE"), che impone all'UE e ai suoi Stati membri un obbligo di leale cooperazione, gli obblighi di comunicazione e di sospensione si applicano anche *"in caso di seri dubbi sul fatto che misure nazionali [...] mirino effettivamente a tutelare un 'interesse riconosciuto' e/o rispettino i principi di proporzionalità e non discriminazione"* (traduzione non ufficiale).¹⁷

Valutazione sostanziale delle misure ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni

- (45) Come indicato al paragrafo (43), la valutazione della Commissione sulla compatibilità di una misura con l'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni tende a verificare se la misura tuteli un interesse legittimo diverso da quelli protetti dal Regolamento Concentrazioni e se la misura sia compatibile con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE. Le sezioni che seguono illustrano le pertinenti disposizioni del diritto dell'Unione rilevanti ai fini della valutazione della compatibilità del Decreto e delle sue Prescrizioni con l'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni.

5.1.2. Libera circolazione dei capitali

- (46) L'articolo 63 TFUE impone agli Stati membri di non impedire la libera circolazione dei capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi.
- (47) Il TFUE non definisce i "movimenti di capitali". Tuttavia, la Corte di giustizia ha dichiarato che ciò comprende "segnatamente, gli investimenti "diretti", vale a dire gli investimenti sotto forma di partecipazione in un'impresa mediante la detenzione di

¹⁶ Cfr. la decisione della Commissione del 26.9.2006 nel caso M.4197 — E.ON/Endesa, punto 23.

¹⁷ Cfr. la prassi precedente della Commissione nella decisione della Commissione del 20.12.2006 nel caso M.4197 — E.ON / Endesa, punto 25; Decisione della Commissione del 26.9.2006 nel caso M.4197 — E.ON / Endesa, punto 24; Decisione della Commissione del 20.7.1999 nel caso M.1616 — BSCH / Champalimaud (misure provvisorie), punti 65-67; e decisione della Commissione del 21.2.2022 M.10494 VIG/AEGON CEE, punto 32. Nel contesto di un ricorso per infrazione in cui la Commissione ha cercato di eseguire una decisione ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, nei confronti di uno Stato membro, la Corte di giustizia ha ritenuto che una decisione della Commissione che segue tale approccio non contenesse errori manifesti — sentenza del 6.3.2008 nella causa C-196/07, Commissione /Spagna, punti 35-36.

azioni che conferiscono la possibilità di partecipare effettivamente alla sua gestione e al suo controllo, nonché gli investimenti “di portafoglio”, ossia gli investimenti sotto forma di acquisto di titoli sul mercato dei capitali, effettuato soltanto per realizzare un investimento finanziario senza l’intento di esercitare un’influenza sulla gestione e il controllo dell’impresa.”¹⁸

- (48) La Corte di giustizia ha inoltre dichiarato che i provvedimenti nazionali devono essere considerati "restrizioni" alla libera circolazione dei capitali se *"possono impedire o limitare l'acquisto di azioni nelle imprese interessate o che possono dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'investire nel capitale delle stesse"*.¹⁹

5.1.3. Deroghe per motivi di pubblica sicurezza

- (49) Il TFUE prevede possibili deroghe alle disposizioni sulla libera circolazione dei capitali per motivi di pubblica sicurezza.
- (50) L'articolo 65, paragrafo 1, spiega che l'articolo 63 TFUE lascia impregiudicato il diritto degli Stati membri di applicare il loro diritto *tributario nazionale e "di prendere tutte le misure necessarie per impedire le violazioni della legislazione e delle regolamentazioni nazionali, in particolare nel settore fiscale e in quello della vigilanza prudenziale sulle istituzioni finanziarie, [...] o di adottare misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza"*.
- (51) L'articolo 65, paragrafo 2, TFUE rileva inoltre che il divieto di libera circolazione dei capitali non pregiudica l'applicabilità di restrizioni al diritto di stabilimento compatibili con i trattati.
- (52) Infine, l'articolo 65, paragrafo 3, stabilisce che le restrizioni alla libera circolazione dei capitali "non devono costituire un mezzo di discriminazione arbitraria, né una restrizione dissimulata al libero movimento dei capitali e dei pagamenti di cui all'articolo 63".
- (53) La Corte di giustizia ha dichiarato che "la libera circolazione dei capitali può essere limitata da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui all'articolo 58CE [65 TFUE] o per ragioni imperative di interesse generale, purché non esistano misure comunitarie di armonizzazione che indichino i provvedimenti necessari a garantire la tutela di tali interessi".²⁰
- (54) Qualora gli Stati membri intendano tutelare obiettivi legittimi in tali circostanze, "[g]li Stati membri possono tuttavia farlo soltanto nei limiti tracciati dal trattato e, in particolare, nel rispetto del principio di proporzionalità, il quale richiede che le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento".²¹
- (55) La nozione di pubblica sicurezza deve essere interpretata in linea con la giurisprudenza degli organi giurisdizionali dell'Unione. Sebbene gli Stati membri

¹⁸ Cfr. causa C-212/09, *Commissione/Portogallo*, punto 47 e cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione / Paesi Bassi*, punto 19; Causa C-112/05, *Commissione / Germania*, punto 18, Causa C-171/08, *Commissione / Portogallo*, punto 49; e causa C-543/08, *Commissione / Portogallo*, punto 46.

¹⁹ Cfr. causa C-212/09, *Commissione / Portogallo*, punto 48.

²⁰ Causa-326/07, *Commissione / Italia*, punto 41, che cita la causa C-112/05, *Commissione / Germania*, punto 72 e giurisprudenza ivi citata.

²¹ Causa-326/07, *Commissione / Italia*, punto 42, che cita la causa C-112/05, *Commissione / Germania*, punto 73 e giurisprudenza ivi citata.

siano, in linea di principio, liberi di determinare le esigenze di ordine pubblico e di pubblica sicurezza alla luce delle loro esigenze nazionali, le esigenze di pubblica sicurezza, in quanto deroga ai principi fondamentali della libera circolazione dei capitali, devono essere interpretate restrittivamente e possono essere applicate solo in caso di *"minaccia reale e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della società"*.²²

- (56) La Corte di giustizia ha stabilito che la portata della deroga in materia di pubblica sicurezza non può essere determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza alcun controllo da parte delle istituzioni dell'Unione.²³
- (57) La Corte di giustizia ha inoltre dichiarato che la deroga per motivi di pubblica sicurezza non deve essere applicata in modo erroneo a fini puramente economici.²⁴
- (58) Spetta all'autorità nazionale dimostrare che le misure adottate costituiscono una risposta adeguata e proporzionata a una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica. Gli Stati membri che intendano tutelare interessi legittimi in tali circostanze *"possono tuttavia farlo solo nei limiti tracciati dal Trattato e, in particolare, nel rispetto del principio di proporzionalità, il quale esige che le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento"*.²⁵ Inoltre, lo Stato membro in questione deve fornire *"elementi circostanziati che consentano di suffragare la sua argomentazione"* e che non è sufficiente che lo Stato membro *"si limiti ad evocare generalmente"* la minaccia in questione *"senza addurre alcun elemento preciso che consenta di dimostrare che l'eventualità di siffatte infrazioni a tali norme rappresenta una minaccia effettiva e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della collettività"*.²⁶
- (59) Infine, va osservato che il ricorso a eccezioni alle norme in materia di libera circolazione non è giustificato se il diritto dell'Unione prevede già le misure necessarie per garantire la tutela degli interessi per i quali l'eccezione è stata invocata.²⁷

²² Cfr. la decisione della Commissione del 20 dicembre 2006 nel caso M.4197 — *E.ON / Endesa*, punto 61, che fa riferimento alla sentenza del 4 giugno 2002 nella causa C-503/99, *Commissione / Belgio*, punto 47; sentenza del 4 giugno 2002 nella causa C-483/99, *Commissione / Francia*, punto 48; sentenza del 13 maggio 2003 nella causa C-463/00, *Commissione / Spagna*, punto 72. Cfr. anche, in tal senso, sentenza del 14 marzo 2000, *Association Église de scientologie, C-54/99*, punto 17; sentenza del 18 giugno 2020 nella causa C-78/18, *Commissione / Ungheria*, punto 91; Decisione della Commissione del 21.2.2022 in M.10494 *VIG/AEGON CEE*.

²³ Cfr., ad esempio, la sentenza del 14.3.2000 nella causa C-54/99 *Association Église de scientologie*, punto 17; sentenza del 28.10.1975 nella causa C-36/75 *Rutili*, EU:1975:137.

²⁴ Cfr. sentenza del 14 marzo 2000 nella causa C-54/99, *Association Église de scientologie*, ECLI:EU:C:2000:124, punto 17, e nella causa 36/75, *Rutili contro Ministre de l'intérieur*, [1975], Racc. 1219, ECLI:EU:C:1975:137, punto 30.

²⁵ Causa C-326/07, *Commissione / Italia*, punto 42, che cita la causa C-112/05, *Commissione / Germania*, punto 73 e giurisprudenza ivi citata.

²⁶ Cfr. ad esempio la sentenza della Corte del 22.12.2008 nella causa C-161/07, *Commissione / Austria*, EU:C:2008:759, punti 36-37 e la giurisprudenza ivi citata; sentenza del 7.7.2005 nella causa C-147/03, *Commissione / Austria*, punto 63 e sentenza del 6.10.2020 nella causa C-66/18, *Commissione / Ungheria*, punto 204.

²⁷ Cfr. sentenza della Corte del 10.07.84 nella causa 72/83 *Campus Oil contro Minister for Industry and Energy*, ECLI:EU:C:1984:256, punto 27.

5.1.4. *Articolo 127, paragrafo 6, TFUE e SSMR*

(60) L'articolo 127 (6) TFUE prevede che il Consiglio possa affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi. L'SSMR è stato adottato ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE per conferire alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi nell'unione bancaria.

(61) L'articolo 4, paragrafo 1, dell'SSMR stabilisce che la BCE ha competenza esclusiva a svolgere i seguenti compiti in relazione a tutti gli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti:

" a) rilasciare e revocare l'autorizzazione agli enti creditizi fatto salvo l'articolo 14;

b) nei confronti degli enti creditizi stabiliti in uno Stato membro partecipante che desiderano aprire una succursale o prestare servizi transfrontalieri in uno Stato membro non partecipante, assolvere i compiti che incombono all'autorità competente dello Stato membro di origine in virtù del pertinente diritto dell'Unione;

c) valutare le notifiche di acquisizione e di cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi, tranne nel caso della risoluzione di una crisi bancaria, e fatto salvo l'articolo 15;

d) assicurare il rispetto degli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma, che impongono agli enti creditizi requisiti prudenziali relativamente a requisiti in materia di fondi propri, cartolarizzazione, limiti ai grandi rischi, liquidità, leva finanziaria, segnalazione e informativa al pubblico delle informazioni su tali aspetti;

e) assicurare il rispetto degli atti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, primo comma, che impongono agli enti creditizi requisiti che assicurino la presenza di solidi dispositivi di governo societario, compresi i requisiti di professionalità e onorabilità per le persone responsabili dell'amministrazione degli enti creditizi, di processi di gestione del rischio, di meccanismi di controllo interno, di politiche e prassi di remunerazione e di processi efficaci di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno, compresi i modelli basati sui rating interni;

f) effettuare le valutazioni prudenziali comprese, se del caso in coordinamento con l'ABE [Autorità europea di vigilanza], le prove di stress e la loro eventuale pubblicazione, per accertare se i dispositivi, le strategie, i processi e meccanismi instaurati dagli enti creditizi e i fondi propri da essi detenuti permettano una gestione solida e la copertura dei rischi e, alla luce di tale valutazione prudenziale, imporre agli enti creditizi obblighi specifici in materia di fondi propri aggiuntivi, specifici requisiti di informativa e di liquidità, nonché altre misure, ove specificamente contemplati dal pertinente diritto dell'Unione..."

Il considerando 28 prevede che "[sia] opportuno lasciare alle autorità nazionali i compiti di vigilanza non attribuiti alla BCE, in particolare i seguenti compiti: ricevere dagli enti creditizi le notifiche in relazione al diritto di stabilimento e alla libera prestazione di servizi, esercitare la vigilanza sui soggetti che, benché non rientranti nella definizione di «ente creditizio» ai sensi del diritto dell'Unione, il diritto nazionale sottopone alla stessa vigilanza degli enti creditizi, esercitare la vigilanza sugli enti creditizi dei paesi terzi che aprono una succursale o che prestano servizi transfrontalieri nell'Unione, esercitare la vigilanza sui servizi di pagamento, effettuare le verifiche quotidiane sugli enti creditizi, assolvere nei confronti degli enti creditizi la funzione di autorità competenti in relazione ai mercati degli strumenti

finanziari, prevenire l'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo e proteggere i consumatori."

L'articolo 4, paragrafo 3, stabilisce inoltre che *"Ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti dal presente regolamento e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. Laddove il pertinente diritto dell'Unione sia costituito da regolamenti e al momento tali regolamenti concedano esplicitamente opzioni per gli Stati membri, la BCE applica anche la legislazione nazionale di esercizio di tali opzioni."*

- (62) L'articolo 9 dell'SSMR conferisce alla BCE poteri di vigilanza e di indagine. Esso prevede che "la BCE è considerata, ove opportuno, autorità competente o autorità designata negli Stati membri partecipanti come stabilito dal pertinente diritto dell'Unione."
- (63) Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), e dell'articolo 15 dell'SSMR, la BCE ha competenza esclusiva per la valutazione dell'impatto prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate in enti creditizi.
- (64) L'articolo 16 dell'SSMR conferisce alla BCE il potere di vigilanza per adottare le misure necessarie qualora le banche non soddisfino i requisiti stabiliti nel quadro prudenziale dell'Unione o possano violare tali requisiti entro i successivi 12 mesi, o qualora, nel quadro di una revisione prudenziale, *"i dispositivi, le strategie, i processi e i meccanismi attuati dall'ente creditizio e i fondi propri e la liquidità da esso detenuti non permettono una gestione solida e la copertura dei suoi rischi."*

5.1.5. *Regolamento sui requisiti patrimoniali e CRD*

- (65) Il regolamento (UE) n. 575/2013 (Regolamento sui Requisiti Patrimoniali, di seguito "CRR")²⁸ e la CRD stabiliscono i requisiti prudenziali e il quadro di vigilanza per le banche dell'UE. Tali norme mirano a garantire la stabilità e la solidità finanziaria degli enti creditizi e a rendere le banche più solide e resilienti in periodi di stress economico. Essi comprendono requisiti in materia di capitale, passività per l'assorbimento di perdite e attività liquide, nonché norme in materia di governo societario e di sana gestione.
- (66) L'articolo 4 della CRD impone agli Stati membri di designare un'autorità indipendente incaricata di svolgere le funzioni di vigilanza previste dalla CRD e dal CRR. In Italia, la Banca d'Italia è stata designata come autorità nazionale competente ai sensi della CRD.²⁹ La Banca d'Italia, in quanto autorità nazionale competente ai sensi dell'SSMR, forma con la BCE e altre autorità nazionali competenti, il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM).
- (67) A norma dell'articolo 22 e 23 della CRD, in combinato disposto con gli articoli 4 (1), lettera c), e 15 dell'SSMR, le domande di acquisizione di partecipazioni qualificate in banche che operano nell'unione bancaria devono essere valutate dalla BCE³⁰ *"al fine di garantire la gestione sana e prudente dell'ente creditizio"*. La BCE valuta

²⁸ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

²⁹ Secondo l'elenco tenuto e pubblicato dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/crd.pdf>

³⁰ Conformemente all'articolo 15 dell'SSMR.

l'idoneità del candidato acquirente e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione in base a criteri che includono:

" a) i requisiti di onorabilità del candidato acquirente;

b) i requisiti di onorabilità, le conoscenze, le competenze e l'esperienza, di cui all'articolo 91, paragrafo 1, di tutti i membri dell'organo di gestione e dell'alta dirigenza che, in esito alla prevista acquisizione, determineranno l'orientamento dell'attività dell'ente creditizio

c) la solidità finanziaria del candidato acquirente, in particolare in considerazione del tipo di attività esercitata e prevista nell'ente creditizio cui si riferisce il progetto di acquisizione;

d) la capacità dell'ente creditizio di rispettare e continuare a rispettare i requisiti prudenziali a norma della presente direttiva, del regolamento (UE) n. 575/2013 e, se applicabile, di altro diritto dell'Unione, in particolare delle direttive 2002/87/CE e 209/110/CE, compreso il fatto che il gruppo di cui diventerà parte disponga di una struttura che permetta di esercitare una vigilanza efficace, di scambiare effettivamente informazioni tra le autorità competenti e di determinare la ripartizione delle responsabilità tra le autorità competenti... "³¹

5.1.6. *Direttiva OICVM*

(68) La direttiva OICVM stabilisce i requisiti che taluni fondi comuni di investimento devono soddisfare per essere autorizzati alla vendita agli investitori al dettaglio nell'UE.

(69) L'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva OICVM impone agli Stati membri di elaborare norme di condotta che le società di gestione devono osservare in qualsiasi momento per assicurare che ciascuna società si premuri di:

"a) agire, nell'esercizio della propria attività, in modo leale e corretto, nell'interesse degli OICVM che gestisce e dell'integrità del mercato;

b) agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse degli OICVM che gestisce e dell'integrità del mercato;

c) disporre delle risorse e delle procedure necessarie per il corretto svolgimento delle proprie attività, e utilizzarle in modo efficace;

d) cercare di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che gli OICVM che gestisce siano trattati in modo equo; e

e) conformarsi a tutte le prescrizioni applicabili all'esercizio delle proprie attività in modo da promuovere gli interessi dei propri investitori e l'integrità del mercato."

(70) L'articolo 25 (2) della direttiva OICVM impone obblighi alla società di gestione, alla società di investimento e al depositario " *Nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società di gestione e il depositario agiscono in modo onesto, equo, professionale e indipendente ed esclusivamente nell'interesse dell'OICVM e degli investitori dell'OICVM. Nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società di investimento e il depositario agiscono in modo onesto, equo, professionale e indipendente ed esclusivamente nell'interesse degli investitori dell'OICVM."*

³¹ Articolo 23 della CRD.

- (71) L'articolo 52, paragrafo 1, lettera a), impone ai fondi OICVM di investire al massimo: il 5 % del suo patrimonio in valori mobiliari o strumenti del mercato monetario emessi dallo stesso organismo.
- (72) L'articolo 52, paragrafo 2, della direttiva OICVM stabilisce che "Gli Stati membri possono elevare il limite del 5 % contemplato dal primo comma del paragrafo 1 sino a un massimo del 10 %. Tuttavia, in tal caso, l'importo totale rappresentato dai valori mobiliari e dagli strumenti del mercato monetario detenuti dall'OICVM in emittenti in ciascuno dei quali esso investe più del 5 % del proprio patrimonio non supera il 40 % del valore del patrimonio dell'OICVM. Tale limitazione non si applica ai depositi."
- (73) L'articolo 52, paragrafo 3, della direttiva OICVM spiega poi che " Gli Stati membri possono elevare il limite del 5 % di cui al primo comma del paragrafo 1 sino a un massimo del 35 % se i valori mobiliari o gli strumenti del mercato monetario sono emessi o garantiti da uno Stato membro, dai suoi enti locali, da uno Stato terzo o da un organismo pubblico internazionale di cui fanno parte uno o più Stati membri".
- (74) L'articolo 84, paragrafo 1, della direttiva OICVM prevede che un fondo OICVM "riacquista o rimborsa le proprie quote a richiesta del detentore di quote".

5.1.7. *Direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi*

- (75) La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (la "Direttiva GEFIA")³² disciplina i gestori di fondi di investimento alternativi e i loro fondi. La direttiva GEFIA contiene norme di comportamento, requisiti patrimoniali e norme di commercializzazione.
- (76) L'articolo 12, paragrafo 1, impone agli Stati membri di provvedere affinché, in qualsiasi momento, i GEFIA:
- "a) agiscano onestamente, con la competenza, la cura, la diligenza e la correttezza dovute nell'esercizio delle loro attività;*
- b) agiscano nel miglior interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato".*
- (77) La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi è stata completata da una serie di regolamenti di esecuzione;³³ l'articolo 44, paragrafi 1 e 2, del regolamento delegato stabilisce che " 1. *Il GEFIA stabilisce e attua limiti di rischio quantitativi o qualitativi o entrambi per ciascun FIA gestito, tenendo conto di tutti i rischi pertinenti. (...)2. I limiti di rischio qualitativi e quantitativi per ciascun FIA riguardano almeno i seguenti rischi:*
- (a) il rischio di mercato;
 - (b) il rischio di credito;
 - (c) il rischio di liquidità;

³² Direttiva n. 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell' 8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, come modificata. Versione consolidata attuale, disponibile all'indirizzo: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/2025-01-17>.

³³ Cfr. ad esempio il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra la direttiva n. 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza (*GU L 83 del 22.3.2013, pag. 1*). (il "regolamento delegato").

- (d) il rischio di controparte;
 - (e) il rischio operativo."
- (78) L'articolo 39, paragrafo 1, del regolamento delegato spiega che il GEFIA "(c) monitori l'osservanza dei limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 e informi tempestivamente l'organo di gestione e, se esistente, la funzione di sorveglianza del GEFIA quando ritiene che il profilo di rischio del FIA superi tali limiti o vi sia un rischio significativo che li superi in futuro".
- (79) Il regolamento delegato impone ai GEFIA di effettuare stress test e di adeguare i propri portafogli qualora l'esito di tali stress test suggerisca che ciò è nel migliore interesse degli investitori.³⁴

5.1.8. *Le direttive sui mercati degli strumenti finanziari ("MiFID II")*

- (80) La MiFID II³⁵ disciplina la prestazione di servizi di investimento in strumenti finanziari. Si applica alle imprese di investimento, ai gestori di patrimoni, agli intermediari, agli ideatori di prodotti e agli enti creditizi. La sezione 2 della MiFID II stabilisce le disposizioni in materia di tutela degli investitori.
- (81) In particolare, l'articolo 24 della MiFID II impone che le imprese di investimento "agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti".

5.2. **Osservazioni dell'Italia**

- (82) Nella loro risposta dell'11 giugno 2025 alla richiesta di informazioni della Commissione del 26 maggio 2025, le autorità italiane hanno spiegato che il Golden Power consente alla PCM di intervenire per motivi di sicurezza pubblica e nazionale, che rientrano nella competenza esclusiva degli Stati membri.
- (83) Secondo le autorità italiane, il fatto che, come stabilito dalla giurisprudenza degli organi giurisdizionali dell'Unione, gli interessi di pubblica sicurezza non possano essere limitati a considerazioni puramente economiche, non esclude la possibilità per gli Stati membri di concludere che esista una grave minaccia per la sicurezza pubblica sulla base di valutazioni economiche e finanziarie di un'operazione che coinvolge infrastrutture critiche per la pubblica sicurezza; né esclude che le misure adottate dagli Stati membri per giustificati motivi di pubblica sicurezza possano conseguire obiettivi di natura economica.³⁶
- (84) L'Italia sostiene inoltre che, anche alla luce dell'evoluzione del contesto geopolitico a seguito della guerra di aggressione della Russia nei confronti dell'Ucraina, la "sicurezza economica" debba essere considerata un contributo significativo alla sicurezza nazionale e alla sicurezza pubblica, che sono intrinsecamente interconnesse.
- (85) In tale contesto, l'articolo 8(1) del decreto n. 179 della PCM, del 18 dicembre 2020, relativo all'individuazione dei beni e dei rapporti di interesse nazionale nei settori di

³⁴ Cfr. articolo 48, paragrafo 3, del regolamento delegato.

³⁵ Direttiva n. 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (rifusione). Versione consolidata attuale, disponibile all'indirizzo: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/2025-01-17>.

³⁶ Cfr. sentenza della Corte del 10.07.84 nella causa 72/83 *Campus Oil* contro *Minister for Industry and Energy*, ECLI:EU:C:1984:256 Racc. 1984, pag. 2727, punto 36.

cui all'articolo 4(1), del regolamento IED, ai sensi dell'articolo 2(1)(3) del decreto legge n. 2019/22, menzionato nel paragrafo (18) nell'ambito della legislazione sul Golden Power, ha individuato le attività finanziarie, creditizie e assicurative di rilevanza strategica (se svolte da imprese con un fatturato netto annuo di almeno 300 milioni di EUR e un numero medio annuo di dipendenti di almeno 250 persone) come essenziali per la tutela della sicurezza pubblica e nazionale.

- (86) A norma dell'articolo 8(1)(c), del decreto 179 della PCM, del 18 dicembre 2020, l'Italia considera strategici per l'Operazione i seguenti attivi:
- (1) i risparmi raccolti in Italia da BPM per un importo di circa EUR 100 miliardi;
 - (2) i prestiti concessi da BPM attraverso la suddetta raccolta e destinati ai clienti italiani per un importo di circa EUR 98 miliardi;
 - (3) Partecipazione di controllo di BPM in Anima (quest'ultima, direttamente e/o attraverso i fondi di investimento gestiti, gestisce circa EUR 200 miliardi di risparmi in Italia).
- (87) Secondo le autorità italiane, la possibilità di considerare i risparmi nazionali detenuti dagli istituti finanziari come attività strategiche e critiche è coerente, non solo con il diritto nazionale, ma anche con il diritto dell'UE.³⁷
- (88) Dopo aver sostenuto che, sulla base delle considerazioni descritte nella presente sezione, anche un'operazione tra operatori nazionali può rappresentare una grave minaccia per la sicurezza pubblica, se riguarda attività strategiche, l'Italia ricorda che gli azionisti di UniCredit hanno in gran parte sede al di fuori dell'Italia e dell'UE.³⁸
- (89) Considerate le prerogative degli Stati membri di adottare misure volte ad affrontare le minacce alla sicurezza pubblica, l'Italia ritiene che le Prescrizioni non siano in contraddizione, bensì integrino altre misure relative all'Operazione a seguito dell'esercizio dei poteri da parte delle autorità competenti, quali i) la BCE, insieme alla Banca d'Italia, in quanto responsabile della vigilanza regolamentare sugli enti creditizi, ii) la Commissione o l'autorità italiana garante della concorrenza, in quanto responsabile della valutazione degli effetti delle aggregazioni di imprese sulla concorrenza, iii) la CONSOB, in qualità di autorità italiana di vigilanza dei mercati finanziari.
- (90) L'Italia, inoltre, si sofferma in maggior dettaglio sui rapporti tra le responsabilità della BCE e quelle del governo italiano per quanto riguarda l'operazione. Ai sensi dell'articolo 4 (1)(f) dell'SSMR, la BCE è tenuta a effettuare valutazioni prudenziali volte a stabilire se le organizzazioni, le strategie, i processi e i meccanismi istituiti e i fondi propri detenuti dagli enti creditizi consentano una sana gestione e copertura dei rischi e, alla luce di tale valutazione prudenziale, a imporre agli enti creditizi requisiti specifici e altre misure, ove specificamente previsto dal pertinente diritto dell'Unione. Ai sensi del decreto-legge 2012/21, il governo valuta l'esistenza di una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea in materia, di minaccia di grave pregiudizio agli interessi pubblici nazionali. L'Italia sostiene che tale valutazione può riguardare anche aspetti economici o finanziari

³⁷ Cfr. regolamento delegato (UE) 2023/2450 della Commissione, del 25 luglio 2023, che integra la direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio stabilendo un elenco di servizi essenziali e la direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, relativa alla resilienza dei soggetti critici e che abroga la direttiva 2008/114/CE del Consiglio.

³⁸ 43 % negli Stati Uniti, 26 % nel Regno Unito; 4 % negli altri paesi terzi.

connessi all'acquisizione di un ente creditizio, in particolare per quanto riguarda la continuità, in futuro, della prestazione di servizi bancari.

- (91) Infine, l'Italia fa riferimento a casi passati di misure governative adottate, ai sensi della legge Golden Power, con l'obiettivo di salvaguardare le attività strategiche nel settore finanziario, per quanto riguarda le operazioni tra imprese di proprietà di cittadini italiani.³⁹ Le operazioni avrebbero causato un rischio di aumentare il debito della società acquisita e, di conseguenza, di ridurre la capacità di investire e gestire infrastrutture proprietarie utilizzate per fornire servizi informatici al settore finanziario. Le autorità italiane sottolineano che tali misure non sono state contestate.

5.3. Valutazione della Commissione

5.3.1. Panoramica

- (92) La risposta dell'Italia alla richiesta di informazioni non fornisce la maggior parte dei chiarimenti richiesti. Di conseguenza, permangono delle incertezze sulle modalità di applicazione delle Prescrizioni. In particolare, la risposta non individua e spiega adeguatamente il modo in cui l'Operazione comporta un rischio per la sicurezza pubblica⁴⁰, né dimostra la compatibilità delle Prescrizioni con il diritto dell'Unione.⁴¹
- (93) La Commissione osserva che, qualora uno Stato membro non le abbia comunicato la misura e non le abbia fornito informazioni complete, la Commissione può adottare una decisione sulla base delle informazioni di cui dispone.⁴² Sulla base delle informazioni disponibili, fatti salvi gli ulteriori chiarimenti che potranno essere forniti dalle autorità italiane, la Commissione ritiene in via preliminare che il Decreto, nella sua forma attuale, violi l'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni, per i seguenti motivi.
- (94) In primo luogo, vi è un ragionevole dubbio sul fatto che il Decreto e gli obblighi mirino effettivamente a tutelare la pubblica sicurezza. Su tale base, l'Italia avrebbe dovuto notificare preventivamente il Decreto alla Commissione e astenersi dall'imporre gli obblighi prima dell'approvazione della Commissione. L'Italia sembra pertanto aver violato gli obblighi procedurali di cui all'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni, come descritto di seguito, nella sezione 5.3.2.
- (95) In secondo luogo, la Commissione ritiene in via preliminare, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, che ciascuna delle Prescrizioni contenuta nel Decreto sia incompatibile con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE, come ulteriormente precisato nella sezione 5.3.3, nella misura in cui:

³⁹ Castor S.p.A, prot. n. 76/2021, decreto della PCM del 12 maggio 2021; Cedacri S.p.A., prot. n. 210/2023, decreto della PCM del 27 luglio 2023; X3G Mergeco S.p.A./Prelios S.p.A., prot. n. 53/2024, decreto della PCM del 12 marzo 2024. L'Italia non ha fornito alla Commissione copie di tali decreti e la Commissione ritiene che essi non siano pubblicati.

⁴⁰ Il confronto presentato dall'Italia con alcuni casi passati di applicazione del Golden Power non sembra pertinente. Contrariamente a questi casi passati, l'operazione non è destinata ad aumentare il rapporto di debito e/o a compromettere alcuna tecnologia critica e coinvolge direttamente gli enti creditizi soggetti alla vigilanza della BCE.

⁴¹ Essa si limita a sostenere, in termini generali, la complementarità tra le misure adottate dalla PCM nell'ambito dei poteri Golden Power e le misure adottate da altre autorità, tra cui la BCE, nell'ambito delle rispettive responsabilità.

⁴² Corte di giustizia, sentenza del 22 giugno 2004, C-42/01 *Portogallo/Commissione*, ECLI:EU:C:2004:379, punto 57.

- (1) La Prescrizione su Prestiti e Depositi costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, l'SSMR e la CRD. Cfr. la sezione 5.3.3.3 di seguito;
- (2) la Prescrizione sul *Project Finance* costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, l'SSMR e la CRD. Cfr. la sezione 5.3.3.4 di seguito;
- (3) le Prescrizioni sugli Investimenti in Emittenti Italiane costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, l'SSMR e la CRD. Viola inoltre la direttiva OICVM, la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e la direttiva MiFID II. Cfr. la sezione 5.3.3.5 di seguito;
- (4) la Prescrizione sullo sviluppo della Società costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali, che non è giustificata nell'interesse della pubblica sicurezza. Viola inoltre l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, l'SSMR e la CRD. Cfr. la sezione 5.3.3.6 di seguito;
- (5) la Prescrizione di Uscita dalla Russia costituisce una restrizione dei poteri di vigilanza attribuiti alla BCE ai sensi dell'articolo 127 (6) TFUE. Cfr. sezione 5.3.3.7.

5.3.2. *Violazione degli obblighi di comunicazione e di sospensione ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 4, del Regolamento Concentrazioni*

- (96) Le autorità italiane sostengono che il Decreto è stato adottato per motivi di pubblica sicurezza, che è uno degli Interessi Riconosciuti ai sensi dell'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni. Tuttavia, in via preliminare, la Commissione ritiene che vi siano ragionevoli dubbi sul fatto che il Decreto miri effettivamente a tutelare tali Interessi Riconosciuti.
- (97) In via preliminare, le argomentazioni delle autorità italiane non possono essere accettate nella misura in cui esse intendono interpretare la nozione di "pubblica sicurezza" ai sensi dell'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni facendo riferimento alla propria legislazione nazionale (compreso il decreto legge n. 2012/21 o altri decreti adottati dalla PCM in passato).⁴³ Infatti, tale nozione di "pubblica sicurezza" è, ai fini dell'applicazione del Regolamento Concentrazioni, un concetto autonomo del diritto dell'Unione. Secondo la giurisprudenza consolidata delle corti dell'Unione, i termini di una disposizione del diritto dell'Unione che non contenga alcun espresso richiamo al diritto degli Stati membri ai fini della determinazione del loro significato della loro portata devono, di norma, essere oggetto, nell'intera Unione, di un'interpretazione autonoma e uniforme, tenuto conto, in particolare, del tenore letterale della disposizione di cui trattasi e del suo contesto.⁴⁴ La Corte di giustizia ha inoltre dichiarato che "*le esigenze della pubblica sicurezza, in quanto deroga al principio fondamentale della libera circolazione dei capitali, devono essere interpretate restrittivamente, cosicché la loro portata non possa essere*

⁴³ Cfr. risposta a richiesta di informazioni, pag. 2.

⁴⁴ Corte di giustizia, sentenza C-300/21 *UI/Österreichische Post*, del 4 maggio 2023, ECLI:EU:C:2023:370, punti 29-30.

determinata unilateralmente da ciascuno Stato membro senza alcun controllo da parte delle istituzioni comunitarie".⁴⁵

- (98) Ne consegue che la nozione di "pubblica sicurezza" dovrebbe essere interpretata solo alla luce della giurisprudenza degli organi giurisdizionali dell'Unione. Secondo tale giurisprudenza, *"la pubblica sicurezza può essere invocata solo in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della società"*.⁴⁶ In particolare, gli interessi di pubblica sicurezza non possono essere limitati a considerazioni puramente economiche.⁴⁷ Per quanto riguarda l'onere della prova, le argomentazioni dello Stato membro relativi ad una minaccia reale e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della sua società *"devono essere accompagnate da un'analisi dell'adeguatezza e della proporzionalità della misura restrittiva adottata da tale Stato membro, nonché da elementi precisi che consentano di suffragare i suoi argomenti"*. Tale minaccia grave non può essere *"semplicemente invocata in modo generico (...) senza addurre elementi precisi atti a dimostrare che l'eventuale violazione di una normativa [nazionale] costituisce una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società"*.⁴⁸
- (99) Nel caso di specie, non vi è alcuna ragione apparente, alla luce degli elementi attualmente a disposizione della Commissione, per cui l'acquisizione di BPM da parte di UniCredit costituirebbe una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società.
- (100) *In primo luogo*, le autorità italiane non hanno chiarito perché il profilo del nuovo investitore in BPM, ossia UniCredit, comporterebbe un rischio maggiore per la sicurezza pubblica rispetto all'attuale azionariato di BPM. UniCredit e BPM sembrano infatti presentare un profilo simile. Le due società sono gruppi bancari consolidati dell'UE quotati nelle borse europee ed entrambe attive da tempo in Italia come principale mercato nazionale prima dell'Operazione.
- (101) UniCredit opera da molti anni in Italia⁴⁹ ed è attualmente il secondo gruppo bancario del paese. Per quanto risulta alla Commissione, le attività di UniCredit nel settore bancario italiano non hanno indotto le autorità italiane a sollevare preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica in merito alle sue attività. Al contrario, vi sono forti elementi che indicano la buona reputazione di UniCredit in Italia. In particolare, UniCredit opera nella fornitura di servizi a diversi enti pubblici in Italia e ha attuato e mantenuto un sistema di gestione della qualità per la gestione della tesoreria e del

⁴⁵ Corte di giustizia, sentenza C-463/00 *Commissione/Spagna*, del 13 maggio 2003, ECLI:EU:C:2003:272, punto 72. Lo stesso vale per la libertà di stabilimento: cfr. sentenza della Corte di giustizia C-503/99 *Commissione/Belgio*, del 4 giugno 2002, ECLI:EU:C:2002:328, punto 59.

⁴⁶ *Commissione/Spagna*, punto 72.

⁴⁷ Corte di giustizia, sentenza C-72/83 *Campus Oil Limited*, del 10 luglio 1984, ECLI:EU:C:1984:256, punto 35. Nella loro risposta dell'11 giugno 2025 le autorità italiane sembrano interpretare erroneamente questo precedente, sostenendo che ciò implica che "oggetto di valutazione nell'ambito della sicurezza nazionale siano anche i criteri di carattere economico, finanziario ed industriale. (risposta a richiesta di informazioni, pag 2). Per contro, secondo il chiaro testo della sentenza, le misure nazionali possono perseguire obiettivi di natura economica "in aggiunta" alla giustificazione basata sulla pubblica sicurezza e solo "una volta accertata tale giustificazione" (*Campus Oil Limited*, punto 36). In nessun caso tali obiettivi possono fungere da "criteri" per valutare la giustificazione della sicurezza pubblica stessa.

⁴⁸ Corte di giustizia, sentenza C-161/07, *Commissione/Austria*, del 22 dicembre 2008, ECLI:EU:C:2008:759, punti 35-37.

⁴⁹ UniCredit risale al 1870 con l'istituzione della Banca di Genova: <https://www.unicreditgroup.eu/en/unicredit-at-a-glance/our-history.html>

contante delle istituzioni pubbliche che soddisfano i requisiti della norma ISO 9001: 2015. UniCredit ha sviluppato una strategia per contribuire alla ripresa delle imprese italiane dalla crisi COVID-19⁵⁰ e, insieme alla Banca europea per gli investimenti (“BEI”), ha svolto un ruolo nella mobilitazione degli investimenti nelle imprese italiane a tal fine.⁵¹ La Commissione non è a conoscenza di alcun ente pubblico italiano che abbia sollevato preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica in relazione a UniCredit. È importante sottolineare che la stessa PCM ha approvato di recente operazioni che coinvolgono UniCredit ai sensi della legge sul Golden Power senza sollevare preoccupazioni relative alla pubblica sicurezza o altre considerazioni pertinenti.⁵²

- (102) Alla luce di quanto precede, il fatto che gli azionisti di UniCredit abbiano sede in paesi terzi, come rilevato dalle autorità italiane nella loro risposta alla richiesta di informazioni della Commissione, è irrilevante. Nessuno di questi azionisti esercita un controllo su UniCredit o può influenzare in modo significativo le sue attività. Infatti, il principale azionista di UniCredit, la società americana BlackRock Group, detiene solo il 7,4 % delle sue azioni (ed è attualmente anche il secondo azionista di BPM).⁵³
- (103) In *secondo luogo*, il Decreto espone solo alcune ampie aree di criticità, senza specificare il tipo di comportamento di UniCredit che potrebbe suscitare tali preoccupazioni o spiegare in che modo tali comportamenti inciderebbero sulla pubblica sicurezza in Italia.
- (104) Per quanto riguarda la prima area di criticità, il Decreto si limita a rinviare alla normativa nazionale che qualifica BPM come impresa detentrica di attivi o rapporti di importanza strategica. Tuttavia, come osservato in precedenza, la nozione di "pubblica sicurezza" di cui all'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni è una nozione autonoma del diritto dell'UE che deve essere interpretata in modo uniforme in tutta l'Unione. Il suo significato e la sua portata non possono essere definiti unicamente con riferimento alla normativa nazionale di uno Stato membro. Inoltre, il Decreto non spiega perché la presunta importanza strategica di BPM significhi che la sua acquisizione costituirebbe una minaccia per la sicurezza pubblica. In particolare, la PCM ha recentemente approvato l'acquisizione da parte di un altro acquirente italiano di Mediobanca (una banca con capitalizzazione di mercato paragonabile a BPM), senza esprimere preoccupazioni in merito alla sicurezza pubblica.⁵⁴
- (105) Per quanto riguarda la seconda area di criticità, il Decreto si limita a citare un generico "*rischio connesso a una potenziale riduzione dei prestiti*" da parte di BPM a seguito dell'Operazione. Tuttavia, le preoccupazioni relative a una riduzione dell'erogazione di prestiti da parte dell'entità risultante dalla concentrazione rientrano perfettamente nell'ambito della valutazione della concorrenza effettuata dalla

⁵⁰ <https://www.unicredit.it/it/info/iniziativa-a-supporto/PNRR.html>

⁵¹ <https://www.eib.org/en/press/all/2021-163-post-covid-recovery-eib-and-unicredit-launch-italy-s-first-egf-backed-initiative-to-mobilise-eur2-5bn-in-business-investment>

⁵² Cfr. decreto della PCM del 18 febbraio 2025 relativo all'acquisizione del controllo esclusivo di UniCredit Allianz Vita da parte di UniCredit; Decreto della PCM del 16 dicembre 2024 relativo all'acquisizione del controllo esclusivo di CNP UniCredit Vita da parte di UniCredit.

⁵³ <https://www.unicreditgroup.eu/en/governance/shareholders/shareholders-structure.html>;

<https://gruppo.bancobpm.it/en/investor-relations/share-price-shareholding-documents/>.

⁵⁴ https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2025/04/14/governo-non-esercita-il-golden-power-su-mps-mediobanca_6bf55e0b-cb84-4a28-acd3-3e2bb36f6c81.html.

Commissione ai sensi del Regolamento Concentrazioni.⁵⁵ Nella sua decisione la Commissione ha concluso che gli Impegni offerti da UniCredit rispondevano adeguatamente ai seri dubbi circa l'impatto dell'Operazione sul mercato della concessione di prestiti ai clienti al dettaglio e alle imprese. Di fatto, anche se l'entità risultante dalla concentrazione dovesse ridurre la sua attività di prestito in Italia dopo l'Operazione, i clienti italiani continuerebbero a beneficiare dell'accesso a un'ampia gamma di prestatori alternativi consolidati. Tra questi figurano Intesa Sanpaolo— leader di mercato e di dimensioni superiori rispetto alle parti dell'Operazione— nonché BPER Banca, Banca Monte dei Paschi di Siena (“MPS”), Banca Nazionale del Lavoro e numerosi altri istituti, sia locali che internazionali. L'indagine della Commissione nel caso M.11830 non ha evidenziato alcun motivo per cui i concorrenti dell'entità risultante dalla concentrazione non possano aumentare la loro offerta di prestiti in risposta a una strategia dell'entità risultante dalla concentrazione volta a tentare di limitare l'offerta o di aumentare i prezzi. Alla luce di questo panorama di prestiti diversificato e competitivo, è difficile comprendere come un'ipotetica riduzione dei prestiti da parte dell'entità risultante dalla concentrazione possa rappresentare una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società italiana.

- (106) Le stesse considerazioni valgono per la terza area di criticità, vale a dire il livello degli investimenti di Anima (una controllata recentemente acquisita da BPM) in titoli di emittenti italiani. Le preoccupazioni relative alla fornitura di servizi di gestione patrimoniale da parte dell'entità risultante dalla concentrazione rientrano perfettamente nell'ambito della valutazione della concorrenza effettuata dalla Commissione ai sensi del Regolamento Concentrazioni.⁵⁶ Nella sua decisione, la Commissione non ha sollevato preoccupazioni in relazione ai servizi di gestione patrimoniale. Infatti, anche se Anima dovesse ridurre i propri investimenti in titoli di emittenti italiani dopo l'Operazione, tali emittenti italiani continuerebbero a beneficiare dell'accesso a un'ampia gamma di gestori di attivi alternativi consolidati, tra cui Generali Investments (oltre il triplo delle dimensioni di Anima in termini di attività gestite), Eurizon Capital (quasi il doppio di quelle di Anima), Azimut Holding, Arca Fondi SGR, F2i SGR, Lingotto IM e numerosi gestori di attivi internazionali con operazioni in Italia (come Amundi, BlackRock, J.P. Morgan Asset Management, Fidelity International e Allianz Global Investors). Alla luce di questa gamma diversificata e competitiva di possibili sbocchi per gli emittenti italiani, è difficile comprendere come un'ipotetica riduzione degli investimenti di Anima in titoli degli emittenti italiani possa rappresentare una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società italiana.
- (107) Infine, la quarta area di criticità riguarda le attività delle controllate di UniCredit in Russia. La Commissione riconosce che l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia suscita preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica per l'UE e può pertanto richiedere a uno Stato membro o all'UE di adottare misure adeguate in relazione alle attività russe delle imprese attive in un determinato settore e incorporate nel suo territorio. Tuttavia, il Decreto mira a imporre obblighi specifici a una singola impresa

⁵⁵ Tale valutazione non può essere rimessa in discussione dalle misure adottate dagli Stati membri ai sensi dell'articolo 21 del regolamento sulle concentrazioni. Infatti, tali misure possono solo "*tutelare interessi legittimi diversi da quelli presi in considerazione dal regolamento* [Concentrazioni]" (articolo 21, paragrafo 4, del regolamento sulle concentrazioni, sottolineatura aggiunta).

⁵⁶ Cfr. nota precedente.

(ossia UniCredit/BPM risultante dalla concentrazione) in relazione all'Operazione, ad esclusione di qualsiasi altra operazione di UniCredit o di qualsiasi altra impresa. È importante sottolineare che, come spiegato più avanti nella sezione 5.3.3.7.1, la gestione dei rischi connessi alle operazioni delle banche europee di importanza sistemica nei paesi terzi è affrontata dalla BCE nell'ambito dei suoi poteri esclusivi di vigilanza prudenziale. In virtù di tali poteri, la BCE ha adottato misure specifiche relative alle attività di UniCredit in Russia.

- (108) In questa fase non è chiaro se il rischio per la sicurezza pubblica che l'Italia sostiene giustificare l'imposizione dell'obbligo di uscita dalla Russia, che va oltre le misure di vigilanza della BCE, sia plausibile. Nello specifico, il Decreto sostiene che, a causa di determinate limitazioni all'esercizio del suo pieno controllo sulle controllate russe, UniCredit non può valutare e gestire in modo esaustivo i rischi connessi a tali entità, anche per quanto riguarda i rischi operativi connessi al rispetto degli obblighi in materia di antiriciclaggio.⁵⁷ Tali considerazioni, tuttavia, riguardano valutazioni prudenziali, inerenti la sana e prudente gestione della banca, che la BCE ha competenza esclusiva ad effettuare e che hanno condotto all'adozione di misure prudenziali specifiche. Non sembrano riguardare specificamente problemi di pubblica sicurezza; il Decreto non ha chiarito la natura di queste preoccupazioni, perché queste preoccupazioni non siano risolte dalle misure adottate dalla BCE e perché la Prescrizione di Uscita dalla Russia sia la misura meno restrittiva per affrontare tali preoccupazioni. Inoltre, il Decreto sembra suggerire che i risparmi raccolti da BPM possano in qualche modo essere coinvolti *"in operazioni a beneficio del sistema economico e finanziario russo"*.⁵⁸ Tuttavia, come spiegato da UniCredit, a seguito della decisione della BCE,⁵⁹ le controllate russe di UniCredit sono separate dal resto del gruppo e non vi sono flussi finanziari o di informazione provenienti dalle attività italiane e dalle attività russe.⁶⁰ Il Decreto della PCM non spiega in che modo i fondi di BPM potrebbero in alcun modo essere utilizzati dalle attività russe di UniCredit, data l'assenza di flussi finanziari dal gruppo UniCredit verso tali attività. Inoltre, non spiega perché tale rischio si verificherebbe solo nel contesto o come risultato della concentrazione tra UniCredit e BPM — UniCredit aveva già attività russe prima dell'Operazione e non vi è alcuna ragione chiara per cui il rischio ipotetico rilevato nel Decreto della PCM si applicherebbe esclusivamente ai risparmi raccolti da BPM. La mancanza di un legame diretto con l'operazione di concentrazione è illustrata dal fatto che la BCE ha autorizzato senza condizioni l'acquisizione di BPM da parte di UniCredit da un punto di vista prudenziale. Tali elementi sollevano seri dubbi per la Commissione circa la necessità della Prescrizione di Uscita dalla Russia al fine di tutelare un interesse fondamentale della società contro una minaccia reale e sufficientemente grave.⁶¹ Allo stato attuale della procedura, l'Italia non ha fornito elementi che giustifichino l'imposizione di condizioni aggiuntive applicabili alle attività russe e che siano specifici dell'Operazione.

⁵⁷ Cfr. Decreto, pag. 10.

⁵⁸ Cfr. Decreto, pag. 10.

⁵⁹ Decisione della BCE ECB-SSM-2024-ITUNI-17 del 22 aprile 2024. UniCredit non ha condiviso la valutazione della BCE e ha proposto ricorso di annullamento contro la BCE per dichiarare inapplicabili le misure adottate dalla stessa. Il caso è stato registrato presso il Tribunale con il numero T-324/24 ed è attualmente pendente. Il Tribunale ha respinto la richiesta di provvedimenti provvisori presentata da UniCredit in questo caso.

⁶⁰ Risposta di UniCredit alla richiesta di informazioni della Commissione il 30 giugno 2025.

⁶¹ Commissione/Spagna, punto 72.

- (109) In questa fase, e fatta salva la facoltà dell'Italia di fornire ulteriori spiegazioni plausibili come indicato in precedenza, la Commissione ritiene che la mancanza di una sufficiente motivazione sostanziale da parte del Decreto, nella sua forma attuale e date le informazioni attualmente disponibili, unitamente alla mancata risposta alla maggior parte delle questioni sollevate dalla Commissione con le autorità italiane, costituisca di per sé motivo di ragionevole dubbio sul fatto che la misura persegua effettivamente la tutela della pubblica sicurezza.
- (110) Sebbene non si possa escludere in linea di principio che fusioni e acquisizioni nel settore bancario possano dar luogo a problemi di pubblica sicurezza, la Commissione non è a conoscenza di alcun caso – né le autorità italiane ne hanno indicato alcuno – di un'operazione nel settore bancario nell'UE che abbia comportato una minaccia sufficiente e reale per la sicurezza pubblica. All'interno dell'Unione, quando la fusione riguarda due soggetti sottoposti alla vigilanza di un'autorità di vigilanza bancaria, è meno probabile che sussistano problemi di sicurezza pubblica. Solo negli ultimi tre anni la Commissione ha valutato casi riguardanti i mercati dei servizi bancari in Francia,⁶² Paesi Nordici,⁶³ Romania,⁶⁴ Slovacchia⁶⁵ e, più in generale, nell'UE⁶⁶, e nessuno Stato membro ha sollevato preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica in nessuno di questi casi. In passato la Commissione ha anche valutato diversi casi riguardanti UniCredit stessa, senza che le autorità italiane abbiano mai sollevato preoccupazioni ai sensi dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni.⁶⁷ L'Italia stessa ha recentemente riesaminato le acquisizioni di UniCredit senza individuare problemi di sicurezza pubblica.⁶⁸ Ciò dimostra ulteriormente l'importanza che l'Italia fornisca elementi adeguati per concludere che il Decreto persegue un reale interesse alla pubblica sicurezza, il che non è avvenuto fino a questo momento.
- (111) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene in via preliminare che vi siano ragionevoli dubbi sul fatto che il Decreto miri effettivamente a tutelare un Interesse Riconosciuto (sicurezza pubblica). Di conseguenza, come previsto dall'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni, il Decreto avrebbe dovuto essere comunicato alla Commissione (e da questa approvato) prima della sua attuazione. In linea con i precedenti della Commissione,⁶⁹ questa apparente violazione della comunicazione e degli obblighi di sospensione è sufficiente per concludere in via preliminare che vi è stata una violazione procedurale dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni da parte dell'Italia.

⁶² Caso M.11120, Worldline/Crédit Agricole/JV.

⁶³ Caso M.10935, DNB/Danske Bank/SB1/EIKA/Balder/Vipps/Mobil.

⁶⁴ Caso M.11546, Unicredit/Alpha Bank Romania.

⁶⁵ Caso M.10378, VUB/Slovenska Sporitelna/Tatra Banka/365.Bank/CSOB/JV.

⁶⁶ Caso M.11111, UBS/Credit Suisse.

⁶⁷ Casi M.11851 UniCredit/UniCredit Allianz Vita, M.11805 UniCredit/CNP UniCredit Vita, M.11546 UniCredit/Alpha Bank Romania, M.10352 CNP/UniCredit/Aviva Life/Aviva SPA, M.10240 CNP/UniCredit/Aviva SPA, M.4740 UniCredit/Capitalia, M.4125 UniCredit/HVB.

⁶⁸ Cfr. decreto della PCM del 18 febbraio 2025 relativo all'acquisizione del controllo esclusivo di UniCredit Allianz Vita da parte di UniCredit; Decreto della PCM del 16 dicembre 2024 relativo all'acquisizione del controllo esclusivo di CNP UniCredit Vita da parte di UniCredit.

⁶⁹ Decisione della Commissione del 20.12.2006 nel caso M.4197 E.ON/Endesa, punto 55, M.10494 VIG/AEGON CEE, punto 72.

5.3.3. *Il Decreto non è compatibile con il diritto dell'Unione*

- (112) Una violazione degli obblighi di comunicazione preventiva e di mantenimento dello *status quo* di cui all'articolo 21(4) del Regolamento Concentrazioni non priva la Commissione del suo potere di valutare se il Decreto sia compatibile con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'Unione, sulla base delle informazioni a sua disposizione.⁷⁰
- (113) La Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione su Prestiti e Depositi, la Prescrizione sul *Project Finance*, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane, la Prescrizione sullo Sviluppo della Società e la Prescrizione di Uscita dalla Russia siano incompatibili con diversi principi e disposizioni del diritto dell'Unione. Ciascuna di queste prescrizioni è analizzata in ordine successivo in seguito alla sezione 5.3.3.2.

5.3.3.1. Libera circolazione dei capitali

- (114) In via preliminare la Commissione ritiene che, considerando in generale l'insieme delle Prescrizioni, il Decreto incida negativamente sulla capacità e sulla propensione degli azionisti di UniCredit e BPM di prendere parte all'Operazione, che presenta un elemento transfrontaliero. Pertanto, la Commissione ritiene in via preliminare che il Decreto violi la libera circolazione dei capitali per i motivi che seguono.
- (115) In primo luogo, come specificato nel resto della presente sezione, le Prescrizioni stabilite dal Decreto sono relativamente poco chiare, e tuttavia l'inadempimento può essere sanzionato con un'ammenda fino al doppio del valore dell'Operazione. Di conseguenza, l'amministratore delegato di UniCredit ha dichiarato pubblicamente che UniCredit probabilmente rinuncerà all'Operazione se le Prescrizioni non sono revocate o non sono sufficientemente chiarite.⁷¹ La Commissione è a conoscenza del fatto che UniCredit ha cercato un confronto con le autorità italiane competenti per ottenere maggiore chiarezza sulla portata e sull'applicabilità delle Prescrizioni, ma ha ottenuto solo risposte limitate (descritte più avanti) che lasciano notevole incertezza e non eliminano le Prescrizioni. L'effetto cumulativo delle Prescrizioni potrebbe essere l'abbandono da parte di UniCredit dell'Operazione.
- (116) In aggiunta, il Decreto si basa espressamente sul fatto che UniCredit fa parte di un gruppo stabilito in più Stati membri,⁷² facendo riferimento alla *"natura transnazionale di UniCredit S.p.a., relativa sia alla partecipazione azionaria sia all'ubicazione delle attività economiche svolte"* come motivo per l'adozione delle misure in questione.
- (117) La Commissione osserva inoltre che UniCredit è una società quotata che probabilmente ha un gran numero di azionisti stabiliti in Stati membri diversi dall'Italia. I suoi principali azionisti sono Blackrock e Capital Research and

⁷⁰ Cfr. sentenza del 22 giugno 2004 nella causa C-42/01, *Portogallo/Commissione*, ECLI:EU:C:2004:379, punti 57-58.

⁷¹ <https://www.reuters.com/business/finance/unicredit-ceo-says-likely-withdraw-offer-banco-bpm-2025-06-20/>

⁷² La Corte di giustizia ha riconosciuto che *"costituisce un elemento di estraneità rilevante ai fini della risposta da fornire alla prima questione pregiudiziale il fatto che la società acquirente faccia parte di un gruppo di società stabilite, in particolare, in diversi Stati membri, anche se tali società non sembrano svolgere un ruolo diretto nell'acquisizione di cui trattasi."*, cfr. causa C-106/22 *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft./Innovációs és Technológiai Miniszter*, ECLI:EU:C:2023:568 punto 52.

Management Company (entrambe società con sede negli Stati Uniti e una partecipazione rispettivamente del 7 % e del 5 % in UniCredit). Le società con una partecipazione inferiore al 5 % non sono tenute a comunicare le proprie partecipazioni in UniCredit, ma UniCredit ha comunicato che il 21 % dei suoi azionisti istituzionali (che insieme detengono il 75 % delle azioni di UniCredit) sono stabiliti nel "Resto d'Europa", escludendo cioè l'Italia e il Regno Unito.⁷³

- (118) In secondo luogo, l'Operazione è un'offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni di BPM. È probabile che gli azionisti di BPM non accettino l'offerta a causa dell'incertezza causata dal Decreto. Come descritto nel resto della presente sezione, il Decreto impone una serie di vaghe prescrizioni di ampia portata, quali la Prescrizione su Prestiti e Depositi e la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane che limitano la capacità di UniCredit di disporre liberamente del proprio capitale, o la Prescrizione sullo Sviluppo della Società che è poco chiara e, quanto meno, sembra imporre a UniCredit di continuare a sviluppare Anima, anche qualora il suo rendimento fosse sottoperformante. Il Decreto limita pertanto la capacità di UniCredit di gestire efficacemente le proprie attività. Inoltre, ai sensi dell'articolo 3 del Decreto, il mancato rispetto di tali Prescrizioni può comportare sanzioni pecuniarie, con conseguenze finanziarie negative il cui rischio è difficile da valutare. Rendendo meno attraente la prospettiva di diventare azionista di UniCredit il Decreto fa sì che gli azionisti di BPM siano meno propensi a aderire all'Operazione. Molti di questi azionisti sono stabiliti in Stati membri diversi dall'Italia. Ad esempio, il principale azionista di BPM è Credit Agricole, che ha sede in Francia e detiene circa il 19,8 % delle azioni di BPM.⁷⁴ Inoltre, poiché BPM è una società quotata in borsa, è probabile che abbia diversi altri azionisti con sede in altri Stati membri. Ciò significa che l'Operazione ha anche un aspetto transfrontaliero limitato dalle Prescrizioni.
- (119) Alla luce di quanto precede, in via preliminare, il Decreto limita la libera circolazione dei capitali in quanto la capacità degli azionisti di BPM con sede in altri Stati membri (come il Crédit Agricole) di acquisire, attraverso l'Operazione, una partecipazione di minoranza in UniCredit aderendo all'offerta di scambio è limitata dal Decreto.

5.3.3.2. SSMR e CRD

- (120) In via preliminare la Commissione ritiene inoltre che, considerando in generale l'insieme delle Prescrizioni, il Decreto violi il quadro di vigilanza istituito dall'SSMR e dalla CRD.⁷⁵ Ai sensi del quadro di vigilanza prudenziale, le acquisizioni di partecipazioni qualificate possono avvenire solo se sono soddisfatte determinate condizioni. In aggiunta, gli enti creditizi devono essere gestiti in modo solido e prudente e devono soddisfare in ogni momento di attività i requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo. Requisiti prudenziali specifici aggiuntivi possono essere adottati solo per far fronte a rischi specifici, se l'ente creditizio non rispetta i requisiti generali e nel rispetto del principio di proporzionalità.

⁷³ <https://www.unicreditgroup.eu/en/investors/equity-investors/shareholders-structure.html> consultato il 1° luglio 2025.

⁷⁴ Al 23 giugno 2025, fonte: <https://gruppo.bancobpm.it/en/investor-relations/share-price-shareholding-documents/>

⁷⁵ Cfr. gli articoli 4 (1), l'articolo 9 e l'articolo 15 dell'SSMR e gli articoli 4, 22 e 23 della CRD.

- (121) La BCE ha competenza esclusiva per valutare l'acquisizione di partecipazioni qualificate da un punto di vista prudenziale. La BCE è anche l'autorità competente a vigilare su UniCredit ai sensi dell'SSMR e della CRD. Pertanto, nella sua qualità di autorità di vigilanza prudenziale, la BCE è competente a verificare che un'eventuale fusione tra la BPM e l'UniCredit non comporti una situazione che possa compromettere o mettere a serio rischio lo svolgimento dell'attività di tali enti creditizi, ivi comprese le loro attività di prestito.
- (122) In forza del quadro di vigilanza prudenziale dell'Unione, la BCE è l'unica autorità ai sensi del diritto dell'Unione con il potere di imporre requisiti prudenziali a tale banca e all'entità risultante dopo il completamento dell'Operazione. Pertanto, nella misura in cui le varie Prescrizioni stabilite dal Decreto sono giustificate sulla base di considerazioni relative ai rischi relativi alla condotta dell'ente creditizio, compresa qualsiasi considerazione in merito ai rischi relativi alla futura continuità delle attività di prestito, il Decreto incide sulla competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale ed è pertanto in violazione dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, come attuato nell'SSMR.
- (123) Inoltre, la Commissione osserva in via preliminare che le Prescrizioni, come sarà ulteriormente illustrato di seguito, di fatto impongono requisiti di natura prudenziale. Tuttavia, requisiti di natura prudenziale possono essere adottati solo se necessari per assicurare una gestione sana e prudente dei rischi, conformemente alle condizioni stabilite nel quadro di vigilanza prudenziale. In particolare, conformemente al principio di proporzionalità, le misure che limitano gravemente la libertà d'impresa degli enti creditizi richiedono solide giustificazioni prudenziali e possono essere adottate solo in assenza di altre misure meno restrittive. A tale riguardo, la Commissione osserva in via preliminare che il Decreto viola il quadro di vigilanza prudenziale dell'Unione anche in quanto impone requisiti di natura prudenziale al di fuori di tale quadro normativo, senza dimostrare che le condizioni potenzialmente idonee a giustificare tali rigorosi requisiti prudenziali siano soddisfatte, in violazione del principio di proporzionalità.
- (124) Infine, come sarà spiegato di seguito, le Prescrizioni interferiscono con le norme prudenziali dell'Unione nella misura in cui limitano la capacità di UniCredit di svolgere la propria attività e di adottare le scelte commerciali più appropriate per quanto riguarda le politiche creditizie e la gestione della liquidità. A causa delle Prescrizioni, in caso di completamento dell'Operazione, a UniCredit sarà impedito di gestire liberamente la propria attività, adeguando il rapporto prestiti/depositi, determinando dove e come intende investire e riducendo, riorientando o chiudendo parti della sua attività (ad esempio Anima), se necessario per rispondere alle condizioni del mercato. L'ente risultante dall'Operazione sarà pertanto indebitamente limitata anche per quanto riguarda la sua capacità di essere gestita in modo prudente e solido e di soddisfare i requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo, il che dimostra la gravità delle Prescrizioni imposte dal Decreto.

5.3.3.3. La Prescrizione su Prestiti e Depositi

- (125) La Prescrizione su Prestiti e Depositi impone a UniCredit e BPM di non ridurre gli attuali rapporti tra prestiti e depositi in Italia per un periodo di 5 anni. L'Italia ha classificato come attività strategiche il risparmio italiano di circa 100 miliardi di EUR di BPM e i suoi prestiti a clienti italiani per circa 98 miliardi di EUR. Il Decreto prevede che per motivi di sicurezza nazionale il rapporto tra questi impieghi e

depositi sia mantenuto per evitare che UniCredit concentri il proprio portfolio di impieghi su grandi imprese e istituti finanziari anziché su famiglie e PMI.

5.3.3.3.1. Libera circolazione dei capitali

5.3.3.3.1.1. Restrizione

- (126) In via preliminare, la Commissione ritiene che imponesse a UniCredit (una banca italiana) di mantenere uno specifico rapporto impieghi/depositi nell'ambito dell'acquisizione di BPM (un'altra banca italiana) al fine di mantenere i prestiti alle PMI e alle famiglie costituisca una restrizione alla libera circolazione dei capitali.
- (127) Gli Stati membri non devono limitare la libera circolazione dei capitali tra Stati membri e tra Stati membri e paesi terzi. Le misure nazionali sono qualificate come restrizioni alla libera circolazione dei capitali se *"sono tali da impedire o limitare l'acquisizione di azioni nelle imprese interessate o da dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'investire nel loro capitale"*.⁷⁶
- (128) In questo caso, la Prescrizione su Prestiti e Depositi impone a UniCredit di mantenere il rapporto corrente tra depositi e prestiti BPM e UniCredit per i prossimi 5 anni. Questa Prescrizione costituisce una restrizione, in quanto idonea a impedire o scoraggiare l'Operazione. Nello specifico: (i) limita la capacità di UniCredit di investire in altri Stati membri o paesi terzi, (ii) può scoraggiare gli azionisti di BPM dall'investire il loro capitale in UniCredit (accettando l'offerta di scambio di UniCredit, il che li porterebbe a ricevere azioni in UniCredit) e (iii) può scoraggiare futuri investitori dall'investire nell'ente risultante dall'Operazione. Questo è per i seguenti motivi.
- (129) In primo luogo, la Prescrizione su Prestiti e Depositi limita la capacità di UniCredit di determinare come investire il proprio capitale (anche in altri Stati membri e in paesi terzi). La Prescrizione su Prestiti e Depositi impone a UniCredit di utilizzare una quota specifica dei suoi depositi per erogare prestiti. Tale capitale sarebbe altrimenti a disposizione di UniCredit per investire a sua scelta, anche per investire in altri Stati membri al fine di sfruttare particolari opportunità, bilanciare il rischio o adeguare la sua strategia commerciale.
- (130) In secondo luogo, la Prescrizione su Prestiti e Depositi è idonea a dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'investire in UniCredit (e nell'ente risultante dall'Operazione) e a dissuadere gli azionisti di BPM dall'accettare la sua offerta di scambio, in quanto UniCredit non sarà in grado di adattarsi alle mutevoli circostanze di mercato. L'imposizione di un rapporto statico a UniCredit e BPM limita la capacità dell'ente risultante dall'Operazione di aumentare o diminuire i prestiti senza aumentare o diminuire anche i depositi che accetta. Per contro, se i depositi dell'ente risultante dall'Operazione crescessero in modo significativo, essa sarebbe tenuta a emettere nuovi prestiti per importi significativi al fine di mantenere il rapporto prescritto. Ciò potrebbe comportare la necessità di offrire prestiti a clienti insolvibili o in perdita per aumentare i prestiti emessi portandoli al livello richiesto. Ciò potrebbe non essere possibile senza compromettere la gestione sana e prudente dell'entità risultante dalla concentrazione. Ciò comporterebbe violazioni della

⁷⁶ Cfr. causa C-212/09, *Commissione/Portogallo*, punto 48.

normativa dell'UE in materia di servizi finanziari (come stabilito nelle sezioni 5.3.3.3.2 and 5.3.3.3.3) e inciderebbe sulla redditività della banca.⁷⁷

- (131) In terzo luogo, gli azionisti di BPM potrebbero essere dissuasi dall'accettare l'offerta di acquisto e quindi dall'investire in UniCredit a causa della mancanza di precisione della Prescrizione su Prestiti e Depositi. In particolare, dal Decreto non è chiaro se le autorità italiane impongano alle banche di operare separatamente, mantenendo nel contempo i loro attuali livelli di prestiti/depositi, o se impongano l'attuazione di un rapporto misto di impieghi/depositi per la banca risultante dall'Operazione sulla base delle dimensioni combinate dell'ente.⁷⁸ Anche ipotizzando che la Prescrizione faccia riferimento ad un rapporto impieghi/depositi medio ponderato, la Commissione ritiene che la restrizione nei confronti dell'ente risultante dall'Operazione creerebbe comunque un grave vincolo finanziario, il che potrebbe dissuadere gli azionisti di BPM dall'accettare le condizioni dell'offerta pubblica di scambio. Può inoltre dissuadere altri investitori dall'investire nell'ente risultante dall'Operazione a seguito del suo completamento. Ciò è tanto più vero se si considerano le sanzioni molto significative che possono essere irrogate all'ente risultante dall'Operazione in caso di mancato rispetto delle Prescrizioni (vedi sezione 3.3).

5.3.3.3.1.2. Restrizioni ammissibili

- (132) Ai sensi dell'articolo 65, paragrafo 1, TFUE e della giurisprudenza della Corte di giustizia, gli Stati membri possono adottare misure giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza, purché tali misure:
- (1) siano idonei a conseguire l'obiettivo perseguito; e
 - (2) che non travalicano quanto necessario per conseguire detto obiettivo.
- (133) Le autorità italiane sostengono che esiste una minaccia di grave pregiudizio alla sicurezza pubblica nazionale causata dalla mutata situazione geopolitica derivante dalla guerra di aggressione della Russia contro l'Ucraina e che ciò richiede un'interpretazione diversa del concetto di sicurezza pubblica che tenga conto dei parametri economici e industriali.⁷⁹
- (134) Le autorità italiane spiegano che l'articolo 8, paragrafo 1, lettera c), del decreto del Presidente del Consiglio dei ministri n. 179/2020 classifica come attività strategiche per il settore finanziario quanto segue:

⁷⁷ Per completezza, uno degli obiettivi di UniCredit per l'operazione è quello di concentrarsi maggiormente su settori in cui la BPM è storicamente forte, come i prestiti alle famiglie e alle PMI. Si è pertanto impegnata volontariamente a "*mantenere l'attuale volume dei pagamenti alle PMI nelle regioni di riferimento BPM*", come indicato nel Decreto, pag. 9. Si tratta tuttavia di un impegno volontario, che può essere adattato in funzione delle circostanze di mercato, e che non lega i prestiti di UniCredit alla sua base di depositi, conferendole così una maggiore libertà di determinare il proprio processo decisionale commerciale. Inoltre, non è soggetto a sanzioni in caso di inosservanza. Di conseguenza, tale impegno volontario non incide sul fatto che l'obbligo di prestito ai depositi costituisce una restrizione alla libera circolazione dei capitali.

⁷⁸ A seguito di una richiesta di chiarimenti da parte di UniCredit, il MEF, con lettera del 29 maggio 2025, ha spiegato che l'obbligo di prestito ai depositi "*riguarda principalmente il Banco BPM e il fatto che UniCredit sia menzionata significa che, fermo restando naturalmente il divieto di pratiche di elusione, in caso di integrazione o fusione tra i due enti creditizi, il termine di prescrizione può essere rispettato tenendo conto della media ponderata dei depositi e dei prestiti di UniCredit e BPM, conformemente all'obiettivo generale di continuare a erogare i prestiti alle famiglie e alle PMI nazionali già perseguito da BPM*".

⁷⁹ Cfr. risposta a richiesta di informazioni della Commissione, pag. 2.

"Attività finanziarie e assicurative di importanza strategica, anche se svolte da intermediari, svolte da imprese il cui fatturato netto annuo non è inferiore a 300 milioni di EUR e che hanno un numero medio di dipendenti non inferiore a duecentocinquanta unità."

- (135) Secondo le autorità italiane, da tale disposizione si può dedurre che i risparmi raccolti da BPM presso i risparmiatori italiani e l'utilizzo di tali risparmi a sostegno dell'economia nazionale sono strategicamente importanti e dovrebbero rientrare in un'esenzione basata sulla sicurezza pubblica nazionale, in quanto le attività di raccolta dei depositi e di prestito da parte delle banche sono state designate come servizi essenziali ai fini della direttiva (UE) 2022/2557 sulla resilienza dei soggetti critici.⁸⁰
- (136) Le autorità italiane hanno spiegato che la Prescrizione su Prestiti e Depositi è necessaria per tutelare i risparmi e la gestione delle reti per la raccolta dei risparmi e la concessione di crediti.⁸¹ Le autorità italiane affermano inoltre che è necessario *"garantire la complessiva stabilità dei"* prestiti del gruppo *"evitando possibili compensazioni tra le politiche di credito delle due banche"*.⁸² Le autorità italiane hanno imposto la Prescrizione su Prestiti e Depositi anziché basarsi sull'impegno di UniCredit a mantenere gli attuali volumi di pagamenti di BPM alle PMI *"così da prevedere un parametro elastico che consenta al gruppo di adempiere alla prescrizione tenendo conto delle oscillazioni della raccolta"*.⁸³
- (137) Le autorità osservano che la legislazione "Golden Power" è stata applicata ad altre acquisizioni nel settore bancario e finanziario,⁸⁴ ma non hanno formulato osservazioni sulla proporzionalità di nessuna delle Prescrizioni imposte dal Decreto.
- (138) In via preliminare, la Commissione osserva che, secondo la giurisprudenza consolidata della Corte di giustizia, motivi puramente economici, quali la promozione dell'economia nazionale o il suo buon funzionamento, non possono giustificare un ostacolo a una delle libertà fondamentali sancite dai trattati.⁸⁵
- (139) Inoltre, la Corte ha chiarito che l'onere di giustificare con sufficienti prove l'ammissibilità di una restrizione incombe allo Stato membro che la invoca. Pertanto, qualora uno Stato membro si limiti a sollevare un motivo di pubblica sicurezza o di ordine pubblico, senza individuare chiaramente quale rischio per un interesse fondamentale della società la restrizione miri a prevenire e in che modo la restrizione sia idonea a prevenirlo, una giustificazione fondata sulla pubblica sicurezza non può essere accolta.⁸⁶
- (140) In assenza, ad oggi, di prove o argomentazioni convincenti da parte dell'Italia, la Commissione dubita che l'acquisizione di BPM, una banca italiana, da parte di UniCredit, un'altra banca italiana, possa creare un reale e sufficientemente grave

⁸⁰ Direttiva (UE) 2022/2557 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, relativa alla resilienza dei soggetti critici, aggiornata dal regolamento delegato (UE) 2023/2450 della Commissione, del 25 luglio 2023 (*GU L*, 2023/2450, 30.10.2023, articolo 2, paragrafo 3).

⁸¹ Cfr. risposta a richiesta di informazioni della Commissione, pag. 3.

⁸² Non è chiaro come le politiche creditizie delle banche possano essere compensate tra loro, in quanto saranno probabilmente riviste per creare una nuova politica unica dopo la fusione.

⁸³ Cfr. Decreto pag. 9.

⁸⁴ Cfr. risposta a richiesta di informazioni, pag. 4, nota 3.

⁸⁵ Cfr. causa C-106/22, *Xella Magyarországi Építőanyagipari Kft. contro Innovációs és Technológiai Miniszter*, ECLI:EU:C:2023:568, punto 64.

⁸⁶ Cfr. causa C-543/08, *Commissione/Portogallo*, ECLI:C:2010:669, punto 87.

rischio per la sicurezza pubblica che giustificerebbe l'imposizione della Prescrizione su Prestiti e Depositi. L'Italia, fino ad ora, non ha soddisfatto l'onere di dimostrare in misura sufficiente che la Prescrizione su Prestiti e Depositi può beneficiare di una deroga alla libera circolazione dei capitali.⁸⁷

- (141) In primo luogo, l'Italia non ha ancora fornito alcun elemento idoneo a suggerire che una modifica del rapporto prestiti/depositi di BPM inciderebbe sulla sicurezza pubblica. BPM è una banca italiana nota per l'importante erogazione di prestiti alle PMI. Corrisponde al vero che UniCredit non ha lo stesso rapporto tra prestiti e depositi di BPM per quanto riguarda le PMI e le famiglie e ha espresso il desiderio di aumentare le proprie attività in questo settore nel quadro dell'Operazione.⁸⁸ Pertanto, non si può escludere che il rapporto possa cambiare dopo l'Operazione.
- (142) Tuttavia, non è chiaro come un cambiamento del rapporto prestiti/depositi di una banca potrebbe costituire di per sé una minaccia sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, in particolare considerando la presenza di diverse altre banche concorrenti (spesso di dimensioni maggiori), sia a livello UE che internazionale, operanti nelle medesime aree geografiche. In ogni caso, dall'indagine della Commissione nella procedura di controllo della concentrazione tra UniCredit e BPM è emerso che il settore bancario italiano era ampiamente competitivo e che in Italia operano diverse altre banche di medie e grandi dimensioni che concedono prestiti alle PMI. Alcune di queste banche hanno spiegato alla Commissione di ritenere che la fusione proposta rappresenti un'opportunità per aumentare i prestiti alle PMI che non vogliono rimanere clienti della banca risultante dalla concentrazione.⁸⁹
- (143) Di conseguenza, nel caso in cui, a seguito della concentrazione, e contrariamente all'impegno assunto da UniCredit nei confronti della PCM di mantenere i volumi di pagamenti di BPM alle PMI,⁹⁰ UniCredit non volesse mantenere l'attuale livello di prestiti di BPM alle PMI e alle famiglie, sembra probabile che altre banche possano intervenire per colmare eventuali lacune che potrebbero emergere sul mercato senza la necessità di un intervento statale.
- (144) In secondo luogo, dall'assetto proprietario dell'UniCredit non risulta alcun problema di pubblica sicurezza. UniCredit e BPM hanno entrambe una base di azionisti internazionali diversificata. Il Decreto rileva che UniCredit è una società quotata che non è soggetta ad alcun controllo da parte di investitori terzi e che gli unici azionisti che detengono una quota superiore al 3 % sono la società statunitense Blackrock, che detiene il 7,3 % del capitale sociale della banca; la società statunitense Capital Research and Management Company, che detiene una quota del 5,16 %; e il gestore di fondi statunitense Fidelity, che detiene il 3,102 %. Il Decreto non spiega che la BPM ha una base azionaria altrettanto diversificata, in quanto il 19,8 % delle sue azioni è detenuto dalla banca francese Crédit Agricole; il 5,36 % è detenuto dalla società statunitense Blackrock; una partecipazione del 5 % circa da parte del fondo

⁸⁷ Cfr. la sezione 5.1.3 relativa all'onere della prova. Cfr. anche la decisione della Commissione del 21 febbraio 2022 nel caso M.10494 — VIG/AEGON, punto 77.

⁸⁸ Cfr. in particolare il partenariato di UniCredit con la Banca europea per gli investimenti per fornire finanziamenti alle PMI (<https://www.eib.org/en/press/all/2010-111-eib-and-unicredit-leasing-extend-the-access-to-long-term-finance-for-smes-and-mid-cap-companies-with-a-total-loan-of-eur-360-million>).

⁸⁹ Cfr. la decisione della Commissione del 19 giugno 2025 nel caso M.11830 — UNICREDIT/BPM, punto 243.

⁹⁰ Cfr. Decreto, pag. 9.

britannico Davide Leone; e una partecipazione del 5,68 % da parte della Bank of America.⁹¹

- (145) In terzo luogo, nulla indica che le attività di UniCredit in altri Stati membri o in paesi terzi creino un rischio per la sicurezza pubblica. Come spiegato nella sezione 5.3.2, UniCredit è una società storica e di buona reputazione in Italia che fornisce vari servizi al governo italiano. Prima dell'Operazione, UniCredit era già la seconda banca italiana e il governo italiano non aveva precedentemente individuato le attività di UniCredit al di fuori dell'Italia come un rischio per la sicurezza pubblica. Non vi sono elementi che suggeriscano che l'Operazione dia luogo a una modifica di tale conclusione. In particolare, nulla indica che la sicurezza pubblica sia compromessa dal fatto che i fondi raccolti da UniCredit in Italia vengano sottratti al paese dall'ente risultante dall'Operazione per finanziare attività di prestito altrove.⁹² A quanto consta alla Commissione, il governo italiano non ha sollevato preoccupazioni in merito alla struttura delle attività di UniCredit prima dell'Operazione, in un momento in cui era già la seconda banca più grande in Italia. Per questo motivo, la Commissione non ritiene che vi possa essere il rischio che l'acquisizione di BPM possa costituire una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, ad esempio in termini di deflusso di capitali dalla Repubblica italiana. In ogni caso, il governo italiano non ha ancora fornito una spiegazione adeguata in merito al nesso specifico di tali preoccupazioni con l'Operazione.
- (146) In quarto luogo, l'Italia non ha imposto misure equivalenti alla Prescrizione su Prestiti e Depositi in altre potenziali acquisizioni da parte di banche italiane.⁹³ Ciò implica che, secondo l'Italia, le operazioni bancarie non sono di per sé suscettibili di suscitare preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica. Ciò evidenzia anche la necessità che l'Italia fornisca motivi convincenti per il suo intervento nell'Operazione, cosa che non ha fatto.
- (147) In quinto luogo, gli argomenti addotti dall'Italia in merito alla natura dei prestiti e dei depositi bancari non sono convincenti per giustificare una deroga alla libera circolazione dei capitali per motivi di pubblica sicurezza. Il fatto che le attività di prestito e di deposito delle banche possano essere classificate come strategicamente importanti ai fini della legislazione italiana "Golden Power" non implica che esse debbano essere mantenute in un determinato rapporto per motivi di pubblica sicurezza. Inoltre, è vero che la Commissione ha riconosciuto che i prestiti e la raccolta di depositi possono essere servizi essenziali.⁹⁴ Tuttavia, ciò non equivale a riconoscere implicitamente che una modifica dei rapporti tra prestiti e depositi può, in quanto tale, costituire una preoccupazione per la sicurezza pubblica. L'Italia non ha fornito alcuna spiegazione tangibile o alcun elemento di prova per spiegare perché, nel contesto di questa Operazione, la modifica di tale rapporto avrebbe un impatto sulla sicurezza pubblica.
- (148) In assenza di qualsiasi spiegazione credibile, si può presumere che l'imposizione di un rapporto impieghi/depositi in questi termini sia una considerazione puramente economica, del tipo che la Corte di giustizia ha ritenuto insufficiente a giustificare

⁹¹ <https://gruppo.bancobpm.it/en/investor-relations/share-price-shareholding-documents/>

⁹² Cfr. ad esempio la risposta di UniCredit alla richiesta di informazioni della Commissione del 30 giugno 2025.

⁹³ Come la proposta di acquisizione di Mediobanca da parte di MPS e la proposta di acquisizione della Banca Popolare di Sondrio da parte di BPER Banca.

⁹⁴ Cfr. la risposta dell'Italia alla richiesta di informazioni della Commissione, pag. 3, nota 2.

una deroga alle disposizioni del TFUE in materia di libera circolazione.⁹⁵ Nella sua risposta alla richiesta di informazioni, l'Italia ha sostenuto che è accettabile derogare alle disposizioni sulla libera circolazione per motivi di pubblica sicurezza nei casi in cui la normativa sia anche in grado di conseguire altri obiettivi economici. Tuttavia, la Commissione osserva che in tali casi la restrizione deve comunque essere giustificata da circostanze oggettive corrispondenti alle esigenze di pubblica sicurezza.⁹⁶ L'Italia non ha giustificato la limitazione nel caso di specie non dimostrando perché la Prescrizione su Prestiti e Depositi sia necessaria per far fronte a una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica.

- (149) Anche se si ammettesse che la Prescrizione su Prestiti e Depositi miri a far fronte a una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, il che non risulta, l'Italia non ha dimostrato che la Prescrizione su Prestiti e Depositi sia idonea e proporzionata per conseguire tale obiettivo. Ciò dipende dai seguenti motivi.
- (150) In primo luogo, l'affermazione dell'Italia secondo cui l'imposizione della Prescrizione su Prestiti e Depositi è necessaria per fornire flessibilità nonostante le fluttuazioni dei finanziamenti non sembra fondata. Per gestire correttamente il proprio portafoglio, una banca deve essere in grado di bilanciare le scadenze dei suoi prestiti con quelle dei suoi depositi. Ciò dipende in una certa misura dalle dimensioni della banca, per cui potrebbe non essere opportuno esigere che una banca di grandi dimensioni come UniCredit (o l'ente risultante dall'Operazione) adotti lo stesso rapporto impieghi/depositi utilizzato da una banca più piccola come BPM.
- (151) L'imposizione di un elevato rapporto fisso impieghi/depositi, come media ponderata dei rapporti impieghi/depositi combinati di UniCredit e BPM, non offre flessibilità alla gestione di questi prodotti bancari da parte di una banca. Di fatto, ciò crea rischi per una banca in quanto maggiore è il rapporto, più una banca può fare affidamento sui propri depositi per finanziare i prestiti, il che può lasciare meno liquidità disponibile per coprire i prelievi, gli obblighi di riserva e il fabbisogno imprevisto di finanziamento. Analogamente, se UniCredit dovesse registrare una crescita dei suoi depositi, al fine di rispettare la Prescrizione su Prestiti e Depositi, essa dovrebbe emettere grandi quantità di nuovi prestiti, indipendentemente dalla domanda del mercato. Ciò potrebbe richiedere un allentamento dei criteri di erogazione del credito per soddisfare il rapporto che potrebbe compromettere la sana e prudente gestione della banca.
- (152) La Prescrizione su Prestiti e Depositi è in sostanza una misura prudenziale che incide direttamente sulla gestione dell'attività dell'ente creditizio (cfr. infra, sezione 5.3.3.3.2) e che ha varie implicazioni prudenziali in quanto può incidere sul rischio di liquidità, sulla disponibilità di credito e sulla stabilità finanziaria complessiva delle banche in caso di cambiamento delle condizioni di mercato. È pertanto improbabile che sia adatto all'obiettivo dichiarato di fornire flessibilità e non è idoneo a preservare la sicurezza pubblica.
- (153) In secondo luogo, l'Italia non ha presentato ulteriori motivazioni o prove a sostegno della proporzionalità della Prescrizione su Prestiti e Depositi o del motivo per cui tali

⁹⁵ Cfr. sentenza della Corte del 10.07.84 nella causa 72/83 *Campus Oil* contro *Minister for Industry and Energy*, ECLI:EU:C:1984:256, punto 35; Cfr. anche la sentenza della Corte del 27 febbraio 2019 nella causa C-563/17 *Associação Peço a Palavra* contro *Conselho de Ministros*, punto 70.

⁹⁶ Cfr. sentenza della Corte del 10.07.84 nella causa 72/83 *Campus Oil* contro *Minister for Industry and Energy*, ECLI:EU:C:1984:256, punto 36.

obiettivi non potrebbero essere conseguiti con misure meno restrittive. Il Decreto stesso non contiene alcuna spiegazione del motivo per cui misure alternative non sarebbero idonee o meno restrittive.

- (154) In terzo luogo, né il Decreto né la risposta dell'Italia alla richiesta di informazioni hanno fornito spiegazioni sul motivo per cui la durata della Prescrizione su Prestiti e Depositi, fissata a 5 anni, sia proporzionata a qualsiasi obiettivo di pubblica sicurezza perseguito.
- (155) Infine, nessun'altra recente acquisizione bancaria italiana è stata soggetta all'obbligo di mantenere uno specifico rapporto impieghi/depositi, il che suggerisce ulteriormente che la Prescrizione su Prestiti e Depositi non è oggettivamente giustificabile.
- (156) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione su Prestiti e Depositi violi la libera circolazione dei capitali.

5.3.3.3.2. Articolo 127, paragrafo 6, TFUE e SSMR

- (157) L'Italia ha spiegato che, adottando il Decreto, ha prestato grande attenzione a non interferire con i poteri della BCE.⁹⁷ Tuttavia, la Commissione ritiene in via preliminare che, imponendo la Prescrizione su Prestiti e Depositi nell'ambito del suo esame dell'Operazione, l'Italia abbia, nonostante tali sforzi, adottato una misura con implicazioni prudenziali.
- (158) La Prescrizione su Prestiti e Depositi impone a UniCredit e BPM di mantenere gli attuali rapporti tra prestiti e depositi per un periodo di 5 anni. Dal Decreto non è chiaro cosa sia esattamente previsto dalla Prescrizione, per quanto riguarda la questione se a UniCredit sia chiesto di applicare alla sua attività lo stesso rapporto impieghi/depositi di BPM, o piuttosto se la Prescrizione preveda un rapporto misto che tenga conto delle attività di entrambe le banche.⁹⁸
- (159) La BCE è l'unica autorità di vigilanza prudenziale delle banche di importanza sistemica nella zona euro. È l'autorità di controllo competente ai fini dell'SSMR⁹⁹ e ha il potere di applicare tutta la pertinente normativa dell'Unione.¹⁰⁰ La BCE dispone di poteri di vigilanza che le consentono di assicurare che UniCredit adempia agli obblighi che le incombono in forza del diritto dell'UE e di adottare le misure necessarie per rimediare alle eventuali carenze individuate.¹⁰¹ Ad esempio, la BCE è responsabile di garantire che UniCredit rispetti i requisiti prudenziali, ad esempio per quanto riguarda i requisiti in materia di fondi propri, liquidità e leva finanziaria,¹⁰² e dispone di solidi processi di gestione del rischio e di efficaci processi di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno.¹⁰³
- (160) Inoltre, la BCE ha la responsabilità esclusiva di valutare l'acquisizione di partecipazioni qualificate da parte di UniCredit ai sensi dell'articolo 4, lettera c), e dell'articolo 15 dell'SSMR e, se necessario, può imporre condizioni da un punto di vista prudenziale. Pertanto, la BCE ha competenza esclusiva per valutare i rischi

⁹⁷ Risposta alla richiesta di informazioni della Commissione, pag. 3.

⁹⁸ Cfr. nota a piè di pagina 78 relativa alla lettera di chiarimenti emessa dal MEF a tale riguardo.

⁹⁹ Articolo 9 dell'SSMR.

¹⁰⁰ Articolo 4, paragrafo 3, dell'SSMR.

¹⁰¹ Articolo 16 dell'SSMR.

¹⁰² Articolo 4, lettera d), dell'SSMR.

¹⁰³ Articolo 4, lettera e), dell'SSMR.

connessi alla futura capacità dell'ente risultante dall'Operazione di svolgere attività di prestito.

- (161) La BCE ha già autorizzato l'acquisizione di BPM da parte di UniCredit da un punto di vista prudenziale senza imporre condizioni.¹⁰⁴ Non ha ritenuto necessario limitare il rapporto impieghi/depositi dell'ente risultante dalla concentrazione per garantirne la sicurezza finanziaria e la solidità. Ciò nonostante il fatto che la BCE sorvegli regolarmente le relazioni e l'informativa al mercato da parte degli enti creditizi, da cui può raccogliere tutti i dati necessari per calcolare il rapporto impieghi/depositi di una banca.¹⁰⁵ Poiché la BCE non lo ha ritenuto necessario, l'Italia può solo adottare misure che possono avere implicazioni prudenziali solo se tali misure sono giustificate da altri motivi di interesse legittimo. Come illustrato nella sezione 5.3.3.3.1.2 precedente, la Commissione non ritiene che l'Italia abbia dimostrato, sulla base degli elementi forniti ad oggi, l'esistenza di una minaccia reale e sufficientemente grave a un interesse di pubblica sicurezza tutelato dalla Prescrizione su Prestiti e Depositi. Per questi motivi, la Commissione ritiene in via preliminare che l'Italia abbia violato l'SSMR imponendo la Prescrizione su Prestiti e Depositi a un'Operazione bancaria che la BCE ha competenza esclusiva a esaminare da un punto di vista prudenziale.

5.3.3.3.3. CRD

- (162) La BCE e la Banca d'Italia sono le autorità competenti a svolgere funzioni di vigilanza ai sensi della normativa dell'UE in materia di requisiti patrimoniali.¹⁰⁶ Poiché UniCredit è un ente significativo, le funzioni di vigilanza sono svolte direttamente dalla BCE, con il sostegno della Banca d'Italia per tutte le attività che devono essere svolte a livello locale. La CRD impone agli Stati membri di garantire che le autorità competenti cooperino con fiducia e nel pieno rispetto reciproco nel garantire il flusso di informazioni adeguate e affidabili tra loro e le altre parti del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, conformemente al principio di leale cooperazione di cui all'articolo 4, paragrafo 3, del trattato sull'Unione europea.¹⁰⁷
- (163) La CRD fa inoltre riferimento al ruolo della BCE nel valutare l'acquisizione di partecipazioni qualificate nelle banche, al fine di garantirne una gestione sana e prudente.¹⁰⁸
- (164) Consentendo l'adozione della Prescrizione su Prestiti e Depositi che impone a UniCredit e a BPM di mantenere un determinato rapporto tra impieghi e depositi in Italia per i prossimi 5 anni, l'Italia sostiene di aver agito nell'interesse della pubblica sicurezza per tutelare le attività strategiche, vale a dire il livello di raccolta e di prestito di BPM.

¹⁰⁴ Cfr. il comunicato stampa di UniCredit che riporta l'approvazione della BCE del 13 marzo 2025: <https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/march/press-release0.html>. Cfr. anche la decisione della BCE ECB-SSM-2024-ITUNI-17 del 22 aprile 2024, che impone misure di vigilanza a UniCredit da un punto di vista prudenziale per ridurre al minimo i rischi derivanti dalle attività di UniCredit in Russia.

¹⁰⁵ Cfr. ad esempio il comunicato stampa della BCE del 20 marzo 2025, *ECB publishes supervisory banking statistics on significant institutions for the fourth quarter of 2024*, disponibile all'indirizzo <https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/25/presbce2025-34en.pdf>.

¹⁰⁶ Conformemente all'articolo 4 della CRD.

¹⁰⁷ Articolo 6 della CRD.

¹⁰⁸ Articolo 23, paragrafo 1, della CRD

- (165) Il Decreto precisa che, nell'ambito dell'indagine della PCM, essa ha invitato la Banca d'Italia a partecipare ad un'audizione il 7 aprile 2025. Nel Decreto il MEF ha osservato che *"la regolamentazione di settore e i connessi poteri attribuiti alle autorità di vigilanza non appaiono idonei a mitigare i rischi connessi ad una potenziale riduzione degli impieghi effettuati in Italia in quanto, come emerso dall'audizione di Banca d'Italia, la vigilanza bancaria valuta la solidità finanziaria del progetto di acquisizione e, più in generale, la sana e prudente gestione delle banche. Le politiche di impiego, se effettuate nel rispetto delle regole di vigilanza, non incidono sulla solidità finanziaria e la prudente gestione"*.¹⁰⁹
- (166) Come spiegato nella sezione 5.3.3.3.2, spetta alla BCE valutare l'impatto dell'acquisizione di una partecipazione qualificata da parte di UniCredit sulla gestione sana e prudente della banca e adottare le misure di vigilanza necessarie da un punto di vista prudenziale. Dunque, l'Italia non avrebbe dovuto adottare la Prescrizione su Prestiti e Depositi in quanto tale misura prudenziale rientra nell'ambito di competenza della BCE. Inoltre, l'Italia avrebbe dovuto informare preventivamente la BCE in merito all'adozione di eventuali prescrizioni che potrebbero avere un impatto sulla competenza esclusiva della BCE di imporre misure prudenziali alle banche di importanza sistemica nella zona euro. Omettendo di farlo, l'Italia ha presumibilmente violato anche l'obbligo di leale cooperazione di cui all'articolo 6 della direttiva sui diritti dei consumatori.
- (167) Per questi motivi, la Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione su Prestiti e Depositi violi la CRD.

5.3.3.4. La Prescrizione sul *Project Finance*

- (168) La Prescrizione sul *Project Finance* impone a UniCredit e BPM di mantenere il loro portafoglio di finanziamenti di progetti in Italia ai livelli attuali. Non è chiaro per quanto tempo tale obbligo rimanga in vigore o quali progetti specifici siano inclusi nell'ambito di applicazione dell'obbligo. L'Italia ha dichiarato che le attività finanziarie di importanza strategica rientrano nell'ambito di applicazione della legislazione Golden Power, ma non ha fornito ulteriori informazioni sul motivo per cui ciò dovrebbe estendersi agli investimenti nel *project finance* italiano o sul motivo per cui si tratta di una questione di pubblica sicurezza nel contesto dell'Operazione. Inoltre, l'Italia non ha presentato osservazioni specifiche sul motivo per cui tale obbligo sia necessario o proporzionato.

5.3.3.4.1. Libera circolazione dei capitali

5.3.3.4.1.1. Limitazione

- (169) In via preliminare, la Commissione ritiene che imporre a UniCredit e BPM, due banche italiane, di mantenere il loro attuale livello di investimenti in *project finance* in Italia per un periodo indefinito costituisca una restrizione alla libera circolazione dei capitali.
- (170) La Prescrizione sul *Project Finance* è una restrizione, in quanto misura idonea a impedire o scoraggiare l'Operazione. Nello specifico: i) limita la capacità di UniCredit di investire in altri Stati membri o paesi terzi, ii) può scoraggiare gli azionisti di BPM dall'investire il loro capitale in UniCredit (accettando l'offerta di scambio di UniCredit, il che li porterebbe a ricevere azioni in UniCredit), e iii) può

¹⁰⁹ Cfr. il Decreto, pagg. 8 e 9.

scoraggiare futuri investitori dall'investire nell'ente risultante dall'Operazione. Le ragioni per cui la Prescrizione sul *Project Finance* crea tali restrizioni sono illustrate di seguito e, in tale contesto, è importante notare che alcuni azionisti di BPM e UniCredit provengono da altri Stati membri.¹¹⁰

- (171) In primo luogo, la Prescrizione sul *Project Finance* limita la capacità di UniCredit di determinare come investire il capitale della banca in Italia e in altri Stati membri. La Prescrizione sul *Project Finance* impone a UniCredit di garantire che i suoi investimenti continuino a essere convogliati verso il finanziamento di progetti italiani. Tale capitale sarebbe altrimenti in futuro a disposizione di UniCredit per investire a sua scelta, anche se desidera investire in altri Stati membri per sfruttare particolari opportunità; bilanciare i rischi che ha sostenuto investendo in diversi progetti in Italia o in altri Stati membri; oppure adeguare la propria strategia commerciale per concentrarsi, ad esempio, su un particolare tipo di investimenti, che possono essere effettuati in Italia o altrove. Si tratta di una forma di discriminazione diretta in quanto impone a UniCredit di favorire gli investimenti in Italia rispetto a quelli in altri Stati membri.
- (172) In secondo luogo, la Prescrizione sul *Project Finance* è idonea a dissuadere gli azionisti di BPM dall'accettare l'offerta di scambio di Unicredit. Scoraggia inoltre gli investitori di altri Stati membri dall'investire in UniCredit (e nell'ente risultante dall'Operazione) perché questa non sarà in grado di adattarsi alle mutevoli circostanze di mercato. Imporre l'obbligo di mantenere gli investimenti nel finanziamento di progetti italiani ai livelli attuali limita la capacità dell'ente risultante dall'Operazione di adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato e di agire nel migliore interesse dei suoi azionisti. Ad esempio, può impedire all'ente risultante dall'Operazione di svincolarsi da determinati investimenti di *project finance* che si traducono in investimenti ad alto rischio o di bilanciare il suo portafoglio in diversi Stati membri per gestire il rischio. Ciò potrebbe compromettere la gestione sana e prudente dell'ente risultante dall'Operazione, il che comporterebbe violazioni della normativa dell'UE in materia di servizi finanziari (come stabilito nelle sezioni 5.3.3.3.2 e 5.3.3.3.3) e inciderebbe sulla redditività della banca. Tale rischio avrebbe probabilmente l'effetto di dissuadere gli azionisti di BPM dall'accettare l'offerta di scambio e di dissuadere gli investitori esterni dall'investire nell'ente risultante dall'Operazione dopo il suo completamento.
- (173) In terzo luogo, è probabile che gli azionisti di BPM siano dissuasi dall'accettare l'offerta di scambio e quindi dall'investire in UniCredit a causa della vaghezza della Prescrizione sul *Project Finance*. In particolare, dal Decreto non è chiaro se le autorità italiane impongano alle banche in questione di continuare a investire in progetti specifici o se le banche dispongano di un certo margine di discrezionalità per scegliere in quali progetti italiani intendono investire. Tale incertezza rende più difficile per gli azionisti di BPM comprendere i vincoli finanziari in base ai quali l'ente risultante dall'Operazione opererà, il che potrebbe dissuaderli dall'accettare le condizioni dell'offerta pubblica di scambio. Può inoltre dissuadere altri investitori dall'investire nell'ente risultante dall'Operazione dopo il suo completamento. Ciò è tanto più vero se si considerano le sanzioni molto significative che l'ente risultante dall'Operazione dovrà affrontare in caso di mancato rispetto delle Prescrizioni (che possono arrivare fino al doppio del valore dell'Operazione).

¹¹⁰ Cfr la nota 118.

5.3.3.4.1.2. Restrizioni ammissibili

- (174) In via preliminare, sulla base delle informazioni rese disponibili sino ad ora dall'Italia, la Commissione dubita che l'acquisizione di BPM, una banca italiana, da parte di UniCredit, un'altra banca italiana, possa creare un problema di sicurezza pubblica reale e sufficientemente grave da giustificare l'imposizione dell'obbligo di finanziamento del progetto. Inoltre, anche ammettendo che la Prescrizione sul *Project Finance* sia intesa a far fronte a una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica, l'Italia non ha dimostrato che essa sia idonea e proporzionata al conseguimento di tale obiettivo. L'Italia non ha soddisfatto l'onere di dimostrare in misura sufficiente che la Prescrizione sul *Project Finance* può beneficiare di una deroga alla libera circolazione dei capitali.
- (175) In primo luogo, l'Italia non ha presentato alcuna prova a dimostrazione del fatto che il mantenimento degli attuali investimenti di UniCredit e BPM nelle iniziative italiane di *project finance* sia una questione di pubblica sicurezza, o nemmeno quale minaccia reale e specifica l'Italia stia cercando di affrontare con la Prescrizione sul *Project Finance*. Anche se il mantenimento degli investimenti delle singole banche in progetti italiani è considerato strategicamente importante dall'Italia, non ne consegue che l'obbligo di finanziamento dei progetti sia realmente connesso alla pubblica sicurezza. La Prescrizione sul *Project Finance* non individua alcun progetto specifico che possa essere importante per la pubblica sicurezza o per il quale una perdita di finanziamento potrebbe avere ramificazioni di pubblica sicurezza che potrebbero rendere opportuno una Prescrizione sul *Project Finance*. Né fornisce motivi per spiegare perché, complessivamente, una riduzione del portafoglio italiano di *project finance* dell'entità risultante dall'acquisizione creerebbe preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica. Inoltre, la Prescrizione sul *Project Finance* non spiega perché il trattamento discriminatorio dei progetti in altri Stati membri sarebbe necessario per rispondere alle preoccupazioni in materia di sicurezza pubblica.
- (176) Il Decreto si limita ad affermare che il 7 aprile 2025 UniCredit ha offerto un impegno informale a mantenere il livello dell'attuale portafoglio di *project finance* di BPM nelle regioni di riferimento di BPM.¹¹¹ Non viene fornita alcuna spiegazione del motivo per cui tale condizione sarebbe giustificata da considerazioni di pubblica sicurezza. Inoltre, tale obbligo eccede l'impegno offerto da UniCredit, in quanto il Decreto lo estende i) al portafoglio di finanziamento dei progetti di UniCredit stesso, e non solo a quello di BPM, e ii) all'intero territorio italiano, e non solo alle regioni di riferimento di BPM.¹¹²
- (177) In assenza di qualsiasi spiegazione credibile, sembra che l'imposizione della Prescrizione sul *Project Finance* sia una considerazione puramente economica, che la Corte di giustizia ritiene insufficiente per giustificare una deroga alle disposizioni del TFUE in materia di libera circolazione.¹¹³ Per questi motivi, sembra difficile giustificare tale obbligo come necessario per far fronte a una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica.

¹¹¹ Decreto, pag. 9.

¹¹² Non è chiaro quali regioni siano previste dall'impegno proposto da UniCredit.

¹¹³ Cfr. sentenza della Corte del 10.07.84 nella causa 72/83 *Campus Oil* contro *Minister for Industry and Energy*, ECLI:EU:C:1984:256, punto 35; Cfr. anche la sentenza della Corte del 27 febbraio 2019 nella causa C-563/17 *Associação Peço a Palavra* contro *Conselho de Ministros*, punto 70.

- (178) In secondo luogo, anche se l'Operazione inducesse l'entità risultante dall'acquisizione a ridurre l'offerta di *project finance* in Italia, non è chiaro perché ciò creerebbe un problema di sicurezza pubblica. I mercati rilevanti risultano essere competitivi. La Commissione osserva a tale proposito che la sua indagine nel caso M.11830 non ha riscontrato che l'Operazione creerebbe un ostacolo significativo a una concorrenza effettiva per quanto riguarda la fornitura di *project finance* in Italia. Dall'indagine della Commissione sulla fusione *UniCredit/BPM* è emerso che in Italia vi era un gran numero di banche che offrivano servizi bancari per le imprese e che i clienti non sollevavano preoccupazioni circa la loro capacità di investire nel *project finance* dopo l'Operazione.¹¹⁴ L'Autorità garante della concorrenza e del mercato, da parte sua, non ha sollevato preoccupazioni in merito al *project finance* nelle concentrazioni esaminate nel settore bancario italiano. Inoltre, né il Decreto né la risposta dell'Italia alla richiesta di informazioni della Commissione forniscono indicazioni di una possibile carenza di *project finance* a seguito dell'Operazione.
- (179) In terzo luogo, come spiegato alla sezione 5.3.2, dall'assetto proprietario o dalle attività dell'UniCredit in altri Stati membri non risulta alcun problema di pubblica sicurezza.
- (180) In quarto luogo, per quanto consta alla Commissione, l'Italia non ha imposto ad altre banche italiane una simile prescrizione di *project finance*. In particolare, Intesa Sanpaolo, che resterà la più grande banca italiana in termini patrimoniali dopo l'Operazione,¹¹⁵ non è soggetta a tale obbligo. Analogamente, il progetto di acquisizione di Mediobanca da parte di MPS, che avrebbe creato il terzo gruppo bancario più grande in Italia per capitalizzazione di mercato, è stato approvato incondizionatamente dalla PCM. Tali banche restano pertanto libere di ridurre il livello di *project finance* che offrono in Italia.
- (181) In quinto luogo, l'Italia non ha presentato alcuna motivazione o prova a sostegno della proporzionalità della Prescrizione sul *Project Finance* o del motivo per cui tali obiettivi non potrebbero essere raggiunti mediante misure meno restrittive. Il Decreto stesso non contiene alcuna spiegazione del motivo per cui misure alternative non sarebbero idonee o meno restrittive. Ciò è particolarmente preoccupante in quanto, contrariamente ad altri obblighi, la Prescrizione sul *Project Finance* è illimitata nel tempo.
- (182) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione sul *Project Finance* violi la libera circolazione dei capitali.

5.3.3.4.2. Art 127 (6) TFUE, SSMR e CRD

- (183) Come illustrato in precedenza nelle sezioni 5.3.3.3.2 e 5.3.3.3.3, nell'ambito del quadro prudenziale, gli enti creditizi devono essere gestiti in modo solido e prudente e devono soddisfare in ogni momento i requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo. La BCE è l'autorità di vigilanza con competenza su UniCredit ai sensi dell'SSMR e della CRD ed è l'unica autorità di vigilanza con il potere di applicare il quadro di vigilanza dell'UE e di adottare misure di vigilanza. Tali norme non possono essere disapplicate imponendo requisiti quali la Prescrizione sul *Project Finance* in assenza di qualsiasi giustificazione prudenziale.

¹¹⁴ Cfr. la decisione della Commissione del 19 giugno 2025 nel caso M/11830 — UniCredit/BPM, sezione 6.3.

¹¹⁵ Anche se diventerà la seconda banca in ordine di grandezza in termini di capitalizzazione di mercato.

- (184) La Prescrizione sul *Project Finance* impone a UniCredit e BPM di mantenere il loro portafoglio di *project finance* in Italia ai livelli attuali. In primo luogo, ciò limita la capacità dell'UniCredit di rispettare i suoi obblighi prudenziali in quanto le impedisce di ridurre il suo portafoglio di *project finance* nel caso in cui ciò fosse necessario per rispettare i suoi obblighi prudenziali. Di conseguenza, la Prescrizione sul *Project Finance* limita la capacità di UniCredit di gestire la banca in modo sano e prudente e di soddisfare i requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo. In secondo luogo, la misura ha implicazioni prudenziali e viola la competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale di UniCredit, senza alcuna giustificazione adeguata.
- (185) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene, in via preliminare, che l'obbligo di finanziamento dei progetti violi l'articolo 127 (6) TFUE, l'SSMR e la CRD.

5.3.3.5. La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane

- (186) Ai sensi della Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane, il Decreto impone a UniCredit di non ridurre gli investimenti di Anima in titoli degli emittenti italiani al di sotto del livello attuale per i prossimi 5 anni.

5.3.3.5.1. Libera circolazione dei capitali

5.3.3.5.1.1. Limitazione

- (187) In via preliminare, la Commissione ritiene che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane costituisca una restrizione alla libera circolazione dei capitali.¹¹⁶
- (188) Il Decreto rileva che Anima detiene circa 200 miliardi di euro di “risparmio nazionale”, che si avvicina alla totalità degli attivi gestiti da Anima.¹¹⁷ La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane impedisce a UniCredit di ridurre gli investimenti di Anima in titoli degli emittenti italiani nei prossimi 5 anni al di sotto del livello attuale. Ciò vieta completamente ad Anima di utilizzare almeno una parte del suo capitale per investire in titoli di emittenti non italiani. Essa discrimina quindi tali investimenti e limita la capacità di Anima e dell'entità risultante dall'acquisizione di investire in altri Stati membri.
- (189) Inoltre, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane, limitando la capacità di Anima di investire liberamente, potrebbe dissuadere gli investitori dall'investire il loro capitale in UniCredit o nell'entità risultante dall'acquisizione. Ciò è dovuto al fatto che dopo l'Operazione UniCredit o l'entità risultante dalla concentrazione non sarebbero in grado di adattarsi alle mutevoli circostanze di mercato e di agire nel migliore interesse dei suoi azionisti. Ad esempio, il vincolo di impiego limita la capacità dell'entità risultante dall'acquisizione di gestire la propria esposizione in caso di crisi finanziaria in Italia riducendo i suoi investimenti in Italia per bilanciare il proprio portafoglio in più Stati membri. Ciò potrebbe compromettere la gestione sana e prudente dell'entità risultante dalla concentrazione. Ciò comporterebbe

¹¹⁶ Inoltre, in via preliminare, la Commissione ritiene che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane, nella misura in cui può limitare la gestione degli attivi da parte di Anima mediante l'acquisizione di partecipazioni di controllo in società situate in altri Stati membri, costituisca una restrizione alla libertà di stabilimento (articolo 49 TFUE). Per gli stessi motivi di cui alla sezione 5.3.3.5.1.2, tale restrizione non sembra precludersi contro un timore reale e sufficientemente grave in materia di sicurezza pubblica, né essere idonea e proporzionata a tale obiettivo.

¹¹⁷ ANIMA detiene in totale circa 204.1 miliardi di EUR di attività gestite (<https://www.animasgr.it/EN/group/Pages/default.aspx#:~:text=Anima%20is%20one%20of%20the,mor e%20than%20one%20million%20clients>, consultato il 23/06/2025)

violazioni della normativa dell'UE in materia di servizi finanziari (di cui alle sezioni 5.3.3.3.2 5.3.3.3.3 di seguito) e inciderebbe sulla redditività della banca. Nel contesto dell'Operazione, l'effetto immediato di tale prescrizione è che potrebbe dissuadere gli azionisti di BPM (che, come indicato nel piè di pagina 118, comprendono investitori con sede in altri Stati membri e paesi terzi) dall'accettare l'offerta di scambio di azioni. Inoltre, in futuro, se l'Operazione dovesse avere successo, tale prescrizione potrebbe dissuadere gli investitori italiani o di altri Stati membri dall'investire nell'entità risultante dall'acquisizione per la durata della Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane.

- (190) Nella misura in cui limita la capacità degli azionisti di BPM stabiliti in altri Stati membri di cedere le loro partecipazioni in BPM o di acquisire partecipazioni in UniCredit, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane incide sulla loro libera circolazione dei capitali.¹¹⁸

5.3.3.5.1.2. Restrizioni ammissibili

- (191) In via preliminare, la Commissione dubita che l'acquisizione di BPM, una banca italiana, da parte di UniCredit, un'altra banca italiana, possa creare una reale e sufficientemente grave preoccupazione per la sicurezza pubblica che giustificerebbe l'imposizione della Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane. Inoltre, anche ammettendo che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane possa conseguire tale obiettivo, l'Italia non ha dimostrato che la Prescrizione sia adeguata e proporzionata a tale obiettivo. L'Italia non ha quindi soddisfatto l'onere di dimostrare in misura sufficiente che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane può beneficiare di una deroga alla libera circolazione dei capitali.

- (192) *In primo luogo*, l'Italia non ha fornito alcun elemento che suggerisca che una riduzione degli investimenti di Anima in titoli italiani avrebbe un impatto sulla sicurezza pubblica. Né il Decreto né la risposta dell'11 giugno 2025 alla richiesta di informazioni della Commissione del 26 maggio 2025 spiegano perché e come l'Operazione costituisca una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica. L'unico fondamento di tale obbligo presentato nel Decreto è che non è possibile stabilire quale sarebbe l'impatto dell'Operazione sui beni gestiti da Anima.¹¹⁹ Tuttavia, la pubblica sicurezza deve essere interpretata restrittivamente e può essere invocata solo in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della società. Se, come affermato nel Decreto, non è possibile stabilire quale sarebbe l'impatto dell'Operazione sui beni gestiti da Anima, non è possibile stabilire che essa avrebbe un impatto negativo sulla pubblica sicurezza. Ne consegue che, in mancanza di una siffatta valutazione individuale, non si può trarre alcuna conclusione in merito all'esistenza di una "minaccia effettiva e

¹¹⁸ In tale contesto, è importante notare che alcuni azionisti di BPM e UniCredit provengono da altri Stati membri. Ad esempio, il principale azionista di BPM è Credit Agricole, che ha sede in Francia e deteneva circa il 19,8 % delle azioni di BPM al 23 giugno 2025 (fonte: <https://gruppo.bancobpm.it/en/investor-relations/share-price-shareholding-documents/>). I maggiori azionisti di UniCredit hanno sede negli Stati Uniti (Blackrock con il 7,4 %, Capital Research & Management Co. con il 5,1 % (fonte: <https://www.unicreditgroup.eu/en/governance/shareholders/shareholders-structure.html>), ma è una società quotata in borsa, è probabile che abbia anche diversi investitori con sede in Stati membri diversi dall'Italia. Infatti, il 21 % dei suoi azionisti istituzionali (che insieme possiedono il 75 % di UniCredit) provengono da paesi europei diversi dall'Italia o dal Regno Unito (<https://www.unicreditgroup.eu/en/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>).

¹¹⁹ Cfr. il Decreto, pag. 10.

sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società" ai sensi della giurisprudenza della Corte.¹²⁰ Piuttosto, tale condizione sembra essere stata imposta sulla base di considerazioni generali e astratte di natura puramente economica.¹²¹

- (193) *In secondo luogo*, anche se Anima dovesse ridurre i propri investimenti in titoli di emittenti italiani dopo l'Operazione, non è chiaro quale sarebbe l'impatto sulla sicurezza pubblica. L'indagine della Commissione nel caso M.11830 non ha sollevato preoccupazioni in relazione ai mercati della gestione patrimoniale in Italia. Tali mercati rimangono competitivi, il che significa che gli emittenti italiani continueranno a beneficiare dell'accesso a un'ampia gamma di gestori di attivi in concorrenza tra di loro.
- (194) *In terzo luogo*, per quanto consta alla Commissione, l'Italia non ha imposto ad altre banche italiane una simile prescrizione sugli investimenti in emittenti italiane. In particolare, Intesa Sanpaolo, che resterà una delle maggiori banche italiane dopo l'Operazione,¹²² non è soggetta a tale obbligo. Analogamente, il progetto di acquisizione da parte di MPS di Mediobanca, che avrebbe creato il terzo gruppo bancario più grande in Italia per capitalizzazione di mercato, è stato approvato incondizionatamente dalla PCM.¹²³ Tali banche restano pertanto libere di investire dove ritengono opportuno, anche al di fuori dell'Italia, e di ridurre il loro livello di investimenti in titoli italiani. Ciò implica che, secondo l'Italia, la capacità delle banche di ridurre il loro livello di investimenti in titoli italiani non costituisce di per sé un problema di pubblica sicurezza. Ciò sottolinea la necessità che l'Italia fornisca ragioni impellenti per imporre la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane nel contesto dell'Operazione, cosa che non ha fatto.
- (195) *In quarto luogo*, l'Italia non ha fornito alcuna spiegazione del motivo per cui l'obiettivo di preservare la pubblica sicurezza non possa essere conseguito con misure meno restrittive rispetto alla Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane. Il Decreto stesso non contiene alcuna valutazione in proposito o di eventuali misure alternative. Nella stessa ottica, l'Italia non ha fornito alcuna spiegazione del motivo per cui la durata della Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane, fissata a 5 anni, sia proporzionata all'obiettivo perseguito.
- (196) *Infine*, in assenza di tali spiegazioni, e poiché altre banche italiane non si trovano ad affrontare vincoli analoghi, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane sembra più probabilmente essere una discriminazione arbitraria o una restrizione dissimulata alla libera circolazione dei capitali, in quanto impedisce ad Anima di utilizzare liberamente il suo capitale per investire in titoli di emittenti non italiane ed è probabile che abbia l'effetto di dissuadere gli azionisti di BPM dall'accettare

¹²⁰ Cfr. la decisione della Commissione del 20 dicembre 2006 nel caso M.4197 — *E.ON / Endesa*, paragrafo 61 (traduzione non ufficiale), che fa riferimento alla sentenza del 4 giugno 2002 nella causa C-503/99, *Commissione / Belgio*, punto 47; sentenza del 4 giugno 2002 nella causa C-483/99, *Commissione / Francia*, punto 48; sentenza del 13 maggio 2003 nella causa C-463/00, *Commissione / Spagna*, punto 72. Cfr. anche, in tal senso, sentenza del 14 marzo 2000, *Association Église de scientologie, C-54/99*, punto 17; sentenza del 18 giugno 2020 nella causa C-78/18, *Commissione / Ungheria*, punto 91; Decisione della Commissione del 21 febbraio 2022, M.10494 *VIG/AEGON CEE*, punti 76-78.

¹²¹ Cfr. sentenza della Corte del 10.07.84 nella causa 72/83 *Campus Oil* contro *Minister for Industry and Energy*, ECLI:EU:C:1984:256, punto 27.

¹²² Anche se passerà dal numero 1 al numero 2 secondo la capitalizzazione di mercato.

¹²³ <https://www.reuters.com/markets/deals/mps-gets-unconditional-go-ahead-italian-government-over-mediobanca-takeover-2025-04-14/>, consultato il 27/06/2025.

l'offerta pubblica di scambio di azioni di UniCredit e, in caso di successo dell'Operazione, di dissuadere gli investitori italiani o di altri Stati membri dall'investire in UniCredit mentre è soggetta alla Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane.

- (197) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane violi la libera circolazione dei capitali.

5.3.3.5.2. Direttiva OICVM

- (198) La Commissione ritiene, in via preliminare, che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane, nella misura in cui riguarda le decisioni di investimento che possono essere adottate dagli OICVM gestiti da società di gestione associate ad Anima, come Anima SGR S.p.A., violi diverse disposizioni della direttiva OICVM.

- (199) In via preliminare, la Commissione osserva che il Decreto non specifica se gli investimenti di Anima SGR S.p.A (o di qualsiasi altra controllata di Anima che gestisce OICVM) siano soggetti alla Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane. Tuttavia, essa non fornisce alcun motivo per ritenere che alcune parti di Anima sarebbero escluse dall'ambito di applicazione di tale obbligo. Nella richiesta di informazioni, la Commissione ha chiesto specificamente all'Italia di chiarire se la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane si applicasse sia ad Anima SGR che alle altre controllate del gruppo Anima che operano come gestori di fondi OICVM e, in caso affermativo, in che modo tale requisito sia compatibile con la direttiva OICVM. L'Italia non ha risposto a tali domande. Data l'ampiezza della formulazione dell'obbligo, la Commissione parte dal presupposto che esso si applichi a tutte le controllate di Anima che gestiscono OICVM, compresa la Anima SGR S.p.A.

- (200) Imponendo alle società di gestione dell'entità risultante dall'acquisizione di investire una parte fissa del patrimonio di un OICVM in titoli di emittenti italiani, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane viola, in via preliminare, l'articolo 25 della direttiva OICVM. Ai sensi dell'articolo 25 della direttiva OICVM, una società di gestione, nell'esercizio delle sue funzioni, gestisce l'OICVM esclusivamente nell'interesse dell'OICVM e degli investitori dell'OICVM. L'obbligo di mantenere un certo livello di investimento in titoli degli emittenti italiani viola l'obbligo della società di gestione di investire esclusivamente nell'interesse degli investitori in un OICVM, in quanto possono esistere circostanze economiche che impongono alla società di gestione di adottare decisioni di investimento che ridurrebbero l'esposizione verso titoli emessi da emittenti italiani al di sotto del livello vigente al momento dell'adozione del Decreto. A titolo di esempio, ciò può essere necessario per gestire il livello di rischio al quale l'OICVM è esposto, bilanciando gli investimenti in più Stati membri. Gli interessi degli investitori di un OICVM non sono necessariamente in linea con gli interessi della politica economica nazionale italiana (che, sulla base del Decreto, sembra voler evitare una riduzione del livello degli investimenti in titoli italiani da parte di Anima, anche se il resto di UniCredit e tutte le altre banche in Italia sono liberi di ridurre i loro investimenti in titoli italiani). L'obbligo della società di gestione è quello di ottimizzare i rendimenti e gestire i rischi e non di sostenere i mercati nazionali, a meno che ciò non sia in linea con la strategia del fondo.

- (201) Inoltre, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane sembra violare l'articolo 84 della direttiva OICVM, in quanto potrebbe impedire a Anima di

conformarsi a tale disposizione. L'articolo 84, paragrafo 1, stabilisce che un OICVM deve riacquistare o rimborsare le proprie quote su richiesta di qualsiasi detentore di quote. Si tratta di un meccanismo fondamentale di tutela degli investitori, in linea con il principio fondamentale della liquidità degli investitori sancito dalla direttiva OICVM, che garantisce che gli investitori possano uscire dal fondo in qualsiasi momento sulla base del valore patrimoniale netto corrente del fondo. Per contro, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane limita la capacità degli OICVM gestiti dalle controllate di Anima di abbandonare i loro investimenti in titoli italiani, in quanto essi devono mantenere un certo livello di investimento in tali titoli. Ciò potrebbe compromettere la capacità di Anima di adempiere agli obblighi di cui all'articolo 84, paragrafo 1, della direttiva OICVM. Ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, se un gran numero di investitori in un determinato OICVM chiede contemporaneamente un riacquisto o un rimborso, o se un particolare OICVM è investito esclusivamente o principalmente in titoli italiani. Va osservato che l'articolo 84, paragrafo 2, della direttiva OICVM consente una sospensione temporanea dei rimborsi solo in circostanze eccezionali, ad esempio in caso di crisi estreme del mercato o di liquidità, e solo se tale sospensione è giustificata nell'interesse degli investitori o del pubblico. Tali proroghe devono soddisfare i criteri del carattere eccezionale, temporaneo e nell'interesse degli investitori. La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane rischia di far operare Anima in condizioni che, per loro natura, minacciano la sua capacità di onorare i diritti di riscatto, il che significa che la sospensione dei rimborsi sarebbe nel normale svolgimento dell'attività di Anima, piuttosto che eccezionale. Inoltre, tali condizioni necessariamente non sarebbero temporanee: anche nel lungo periodo, Anima potrebbe continuare a non essere in grado di rispettare parallelamente sia la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane sia l'articolo 84, paragrafo 1, della direttiva OICVM.

- (202) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane violi l'articolo 25 e l'articolo 84 della direttiva OICVM.

5.3.3.5.3. Direttiva GEFIA

- (203) Considerazioni analoghe possono avere un ruolo per i fondi di investimento alternativi ("FIA") gestiti dai gestori di fondi di investimento alternativi ("GEFIA") all'interno del gruppo Anima, come i FIA gestiti da Anima Alternative SGR S.p.A. La Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane violi diverse disposizioni della Direttiva GEFIA.
- (204) In primo luogo, la Commissione ritiene in via preliminare che il Decreto violi l'articolo 12 della Direttiva GEFIA, che disciplina le condizioni generali di esercizio di un GEFIA, in quanto impedisce a Anima di rispettare i suoi obblighi ai sensi di tale disposizione.
- (205) L'articolo 12, paragrafo 1, della Direttiva GEFIA prevede che i GEFIA agiscano con onestà, equità e dovuta diligenza nello svolgimento delle loro attività. Devono inoltre agire nel migliore interesse dei FIA che gestiscono, degli investitori in tali FIA e dell'integrità del mercato. Nella misura in cui il Decreto obbliga un GEFIA all'interno di Anima ad assegnare una quota fissa delle attività di un fondo di investimento alternativo ai titoli italiani, indipendentemente dalle condizioni di mercato o dalla strategia di investimento del fondo, ciò potrebbe compromettere la capacità del gestore di adempiere a tali obblighi.

- (206) La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane può costringere i GEFIA di Anima a mantenere gli investimenti in titoli italiani, anche se non sono allineati al profilo di rischio-rendimento del FIA o sono concentrati in attività illiquide o con scarsi risultati. Ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, se un fondo di investimento alternativo è destinato a investire in attività con un basso livello di rischio, mentre a causa delle condizioni macroeconomiche l'Italia e quindi i titoli italiani registrano un elevato livello di volatilità. In tal caso, il GEFIA non potrebbe ridurre l'esposizione verso i titoli italiani in modo da gestire il rischio attraverso investimenti in altri Stati membri. In alternativa, se determinati titoli italiani in cui un GEFIA ha investito sono poco efficienti o sono eccessivamente rischiosi, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane potrebbe costringere il GEFIA a sostituire tale investimento con un investimento in un altro titolo italiano, piuttosto che con l'investimento più adeguato alle esigenze e agli obiettivi del fondo. Ciò significherebbe che il GEFIA potrebbe essere costretto ad agire in contrasto con l'interesse superiore degli investitori. Ciò sarebbe in diretto contrasto con il dovere di diligenza e la responsabilità fiduciaria sanciti dall'articolo 12 della Direttiva GEFIA. Inoltre, se il GEFIA adempie alla Prescrizione pur essendo consapevole del fatto che tali investimenti potrebbero compromettere le prestazioni o la liquidità del fondo, ciò può essere considerato come un mancato esercizio della competenza e della diligenza dovute.
- (207) L'obbligo dei GEFIA di mantenere l'integrità del mercato potrebbe anche essere compromesso se il mandato di investimento distorce il comportamento del mercato o crea un rischio sistemico attraverso assegnazioni forzate di attività.
- (208) In sostanza, l'articolo 12 della Direttiva GEFIA stabilisce una norma di condotta professionale e di tutela degli investitori. Un obbligo di investimento nazionale che prevale sulla discrezionalità e sul giudizio del GEFIA potrebbe porre il GEFIA in una situazione in cui il rispetto del diritto nazionale contrasta con i suoi obblighi ai sensi della Direttiva GEFIA.
- (209) La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane potrebbe inoltre sollevare criticità ai sensi dell'articolo 44 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione, che integra la direttiva GEFIA. L'articolo 44 riguarda specificamente l'obbligo per i GEFIA di garantire che le decisioni di investimento siano adottate conformemente agli obiettivi, alla strategia e al profilo di rischio del fondo e che siano attuate in modo coerente.
- (210) Se una norma nazionale impone che una determinata quota delle attività di un FIA debba essere investita in titoli italiani, ciò potrebbe interferire direttamente con la capacità del GEFIA di prendere decisioni di investimento sulla base degli obiettivi dichiarati e del profilo di rischio del fondo. Ad esempio, se la strategia del FIA consiste nel perseguire la diversificazione globale o nel concentrarsi sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento, un'allocazione forzata a titoli di Stato nazionali o a titoli azionari potrebbe distorcere la composizione e i risultati del portafoglio. Ciò comprometterebbe la capacità dei GEFIA di attuare la strategia di investimento in modo coerente, come previsto dall'articolo 44 del regolamento delegato.
- (211) Inoltre, tale mandato potrebbe compromettere l'integrità dei processi decisionali e di governance interni del GEFIA. L'articolo 44 del regolamento delegato presuppone implicitamente che le decisioni di investimento si basino su un giudizio professionale, su un'analisi di mercato e sugli interessi degli investitori e non su pressioni politiche o normative esterne. Un obbligo di investimento interno potrebbe

pertanto essere considerato una violazione strutturale di tale aspettativa normativa, soprattutto se prevale sulla discrezionalità del GEFIA o lo costringe ad agire in contrasto con i suoi obblighi fiduciari.

- (212) Si può pertanto concludere in via preliminare che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane viola diverse disposizioni della Direttiva GEFIA e del relativo regolamento di esecuzione.

5.3.3.5.4. MiFID II

- (213) La Commissione ritiene in via preliminare che, analogamente, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane violi la MiFID II, in particolare i principi di cui all'articolo 24 di tale direttiva, mettendo Anima e le società del suo gruppo nella posizione di dover violare tale articolo.
- (214) L'articolo 24 è al centro del quadro MiFID II, in quanto prevede l'obbligo per le imprese di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti.
- (215) Imponendo ad Anima di destinare una quota minima di investimenti a titoli italiani, indipendentemente dagli obiettivi di investimento del suo cliente, dalla tolleranza al rischio o dall'adeguatezza di tali titoli, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane potrebbe essere direttamente in contrasto con l'obbligo di Anima di cui all'articolo 24, paragrafo 1, MiFID II. L'impresa non prenderebbe più decisioni di investimento unicamente sulla base dell'interesse superiore del cliente, bensì nel rispetto di un obbligo che potrebbe non essere in linea con tali interessi.
- (216) Inoltre, gli articoli 24 (7) e (8) della MiFID II impongono obblighi aggiuntivi alle imprese che forniscono consulenza indipendente in materia di investimenti o gestione del portafoglio, tra cui l'obbligo di valutare una gamma sufficientemente diversificata di strumenti finanziari ed evitare conflitti di interesse. L'obbligo di investimento italiano potrebbe limitare la gamma di strumenti considerati, in particolare se i titoli obbligatori devono essere emessi da emittenti italiani solo al fine di mantenere il livello complessivo degli investimenti in titoli degli emittenti italiani.
- (217) Si può pertanto concludere in via preliminare che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane viola l'articolo 24 della MiFID II.

5.3.3.5.5. Art 127 (6) TFUE, SSMR e CRD

- (218) Come illustrato in precedenza nelle sezioni 5.3.3.3.2 e 5.3.3.3.3, nell'ambito del quadro prudenziale, gli enti creditizi devono essere gestiti in modo solido e prudente e devono soddisfare in ogni momento i requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo. La BCE è l'unica autorità di vigilanza prudenziale con competenza su UniCredit ai sensi dell'SSMR e della CRD e ha il potere di applicare il quadro di vigilanza dell'UE e di adottare misure di vigilanza. Tali norme non possono essere disapplicate imponendo requisiti come l'obbligo di investimento italiano in assenza di qualsiasi giustificazione prudenziale.
- (219) La Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane impone a UniCredit di non ridurre gli investimenti di Anima in titoli degli emittenti italiani al di sotto del livello attuale per i prossimi 5 anni. In primo luogo, essa limita la capacità di UniCredit di rispettare i suoi obblighi prudenziali in quanto le impedisce di riassegnare gli investimenti di Anima al di fuori dell'Italia, anche se ciò sarebbe necessario per rispettare i suoi obblighi prudenziali. Di conseguenza, limita la sua capacità di operare in modo prudente e solido e di soddisfare i requisiti patrimoniali, di liquidità

e di altro tipo. In secondo luogo, la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane è una misura di vigilanza che può essere adottata solo dalla BCE. Ha implicazioni prudenziali e viola la competenza della BCE in quanto autorità di vigilanza di UniCredit, senza alcuna giustificazione adeguata.

- (220) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene, in via preliminare, che la Prescrizione sugli Investimenti in Emittenti Italiane violi l'articolo 127 (6) TFUE, l'SSMR e la CRD.

5.3.3.6. La Prescrizione sullo Sviluppo della Società

- (221) Il Decreto contiene la Prescrizione sullo Sviluppo della Società, che impone a UniCredit di "sostenere lo sviluppo dell'impresa" per un periodo di almeno 5 anni. La Commissione osserva che la portata della Prescrizione sullo Sviluppo della Società non è chiara. In primo luogo, la formulazione della prescrizione è ambigua. Non è chiaro se "la società" si riferisca ad Anima, BPM o a entrambi. In secondo luogo, non è chiaro cosa comporti l'obbligo di "sostenere lo sviluppo". Tale obbligo potrebbe impedire a UniCredit di vendere azioni o parti delle attività di Anima e/o BPM, anche se necessario per rispettare i principi di una gestione sana e prudente. Esso potrebbe anche richiedere che l'esercizio dei legittimi poteri direttivi sia subordinato all'accertamento del rispetto di tale obbligo, ostacolando in tal modo la capacità di UniCredit di gestire efficacemente le attività quotidiane di Anima e/o BPM. In terzo luogo, tale obbligo si estende per un periodo di "almeno 5 anni", il che significa che la sua durata è incerta.

- (222) A seguito di una richiesta di UniCredit, il MEF ha inviato una lettera per chiarire in particolare cosa comporta la Prescrizione sullo Sviluppo della Società. La lettera spiega che UniCredit è tenuta ad adottare un piano e iniziative volti a sostenere lo sviluppo di Anima e ciò non dovrebbe essere inteso come un'imposizione di iniziative specifiche agli azionisti di Anima e che non dovrebbe impedire l'ingresso di nuovi soci nella partecipazione azionaria di Anima, purché ciò sia coerente con un progetto di sviluppo dell'Anima. La presente lettera non chiarisce pienamente il contenuto della Prescrizione sullo Sviluppo della Società. Sebbene chiarisca che l'ambito di applicazione della "società" è inteso a coprire solo Anima, il contenuto del requisito "sostenere lo sviluppo" rimane poco chiaro, e non chiarisce la data di scadenza dell'obbligo. Inoltre, il valore giuridico e l'applicabilità della presente lettera ai fini dell'interpretazione del Decreto non sono chiari.

5.3.3.6.1. Libera circolazione dei capitali

5.3.3.6.1.1. Limitazione

- (223) La Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione sullo Sviluppo della Società costituisca una restrizione alla libera circolazione dei capitali.

- (224) La portata della Prescrizione sullo Sviluppo della Società non è del tutto chiara e può estendersi oltre i 5 anni senza una chiara data di scadenza. Come sopra descritto, tale obbligo può incidere in modo significativo sulla capacità di UniCredit di svolgere liberamente le proprie attività. Inoltre, come indicato nella sezione 3.3, la sanzione può essere fino al doppio del valore dell'Operazione. In considerazione della vaghezza ed ambiguità della Prescrizione sullo Sviluppo della Società, il rischio di sanzione è particolarmente grave. Di conseguenza, nel contesto dell'Operazione, l'effetto immediato di tale obbligo è quello di dissuadere gli azionisti di BPM dall'accettare l'offerta di scambio di azioni. Se gli azionisti di BPM accettassero l'Operazione, essi diventerebbero azionisti di una società la cui libertà di operare è

ostacolata da tale obbligo. Ad esempio, nel caso in cui Anima fosse molto poco efficiente, la Prescrizione sullo Sviluppo della Società sembra richiedere investimenti continui ad Anima, anche se la riduzione delle sue attività o la sua chiusura sarebbero più appropriate. Inoltre, in futuro, se l'Operazione dovesse avere successo, tale obbligo potrebbe dissuadere fortemente gli investitori italiani o di altri Stati membri dall'investire in UniCredit mentre è soggetta alla Prescrizione sullo Sviluppo della Società.

- (225) Nella misura in cui limita la capacità degli azionisti di BPM stabiliti in altri Stati membri di cedere le loro partecipazioni in BPM o di acquisire partecipazioni in UniCredit, la Prescrizione sullo Sviluppo della Società incide sulla libera circolazione dei loro capitali.¹²⁴

5.3.3.6.1.2. Restrizioni ammissibili

- (226) In via preliminare, la Commissione dubita che l'acquisizione di BPM, una banca italiana, da parte di UniCredit, un'altra banca italiana, possa creare una reale e sufficientemente grave preoccupazione per la sicurezza pubblica che giustificherebbe l'imposizione della Prescrizione sullo Sviluppo della Società. Inoltre, anche ammettendo che la Prescrizione sullo Sviluppo della Società sia mirata a tale obiettivo, l'Italia non ha dimostrato che essa sia idonea e proporzionata al raggiungimento di tale obiettivo. L'Italia non ha quindi soddisfatto l'onere di dimostrare in misura sufficiente che la Prescrizione sullo Sviluppo della Società può beneficiare di una deroga alla libera circolazione dei capitali.
- (227) *In primo luogo*, l'Italia non ha fornito alcun elemento che suggerisca che lo sviluppo di Anima e/o BPM avrebbe un impatto sulla sicurezza pubblica. Né il Decreto né la risposta dell'11 giugno 2025 alla richiesta di informazioni della Commissione del 26 maggio 2025 spiegano perché e come l'Operazione comporti una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza pubblica. Come sopra esposto, la pubblica sicurezza deve essere interpretata restrittivamente e può essere invocata solo in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad un interesse fondamentale della società. *A prima vista*, non è chiaro in che modo lo sviluppo di BPM e/o Anima sia connesso alla pubblica sicurezza e in che modo, in assenza della Prescrizione sullo Sviluppo della Società, si configurerebbe una minaccia reale e sufficientemente grave per un interesse fondamentale della società.
- (228) *In secondo luogo*, le autorità italiane non hanno presentato prove a sostegno della proporzionalità della Prescrizione sullo Sviluppo della Società. Al contrario, anche se la Prescrizione sullo Sviluppo della Società fosse idonea a perseguire un obiettivo di pubblica sicurezza, essa sarebbe sproporzionata in quanto la portata dell'obbligo è poco chiara e potenzialmente molto ampia. Infatti, essa non specifica a quale società

¹²⁴ In tale contesto, è importante notare che alcuni azionisti di BPM e UniCredit provengono da altri Stati membri. Ad esempio, il principale azionista di BPM è Credit Agricole, che ha sede in Francia e deteneva circa il 19,8 % delle azioni di BPM al 23 giugno 2025 (fonte: <https://gruppo.bancobpm.it/en/investor-relations/share-price-shareholding-documents/>). I maggiori azionisti di UniCredit hanno sede negli Stati Uniti (Blackrock con il 7,4 %, Capital Research & Management Co. con il 5,1 % (fonte: <https://www.unicreditgroup.eu/en/governance/shareholders/shareholders-structure.html>), ma essendo una società quotata in borsa, è probabile che abbia anche diversi investitori con sede in Stati membri diversi dall'Italia. Infatti, il 21 % dei suoi azionisti istituzionali (che insieme possiedono il 75 % di UniCredit) provengono da paesi europei diversi dall'Italia o dal Regno Unito (<https://www.unicreditgroup.eu/en/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>).

sia applicabile (Anima, BPM o entrambi). Inoltre, non spiega cosa ci si aspetterebbe da UniCredit, in quanto non è chiaro cosa si intenda per "sviluppo". Inoltre, la durata dell'obbligo non è chiara in quanto sarebbe in vigore per "almeno 5 anni" e, di conseguenza, non ha una data di scadenza chiara. Infine, la sanzione per il mancato rispetto di tale indeterminato obbligo è significativa, in quanto l'ammenda potrebbe essere fino al doppio del valore dell'Operazione.

- (229) *In terzo luogo*, per quanto consta alla Commissione, l'Italia non ha imposto tale obbligo ad altre banche italiane. In particolare, Intesa Sanpaolo, che resterà una delle maggiori banche italiane dopo l'Operazione per totale attivi,¹²⁵ non è soggetta a tale obbligo. Analogamente, il progetto di acquisizione di Mediobanca da parte di MPS, che creerebbe il terzo gruppo bancario più grande in Italia per capitalizzazione di mercato, è stato approvato incondizionatamente dalla PCM.
- (230) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene in via preliminare che la Prescrizione sullo Sviluppo della Società violi la libera circolazione dei capitali.

5.3.3.6.2. Art 127 (6) TFUE, SSMR e CRD

- (231) Come illustrato in precedenza nelle sezioni 5.3.3.3.2 e 5.3.3.3.3, nell'ambito del quadro prudenziale, gli enti creditizi devono essere gestiti in modo solido e prudente e devono soddisfare in ogni momento i requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo. La BCE è l'autorità di vigilanza con competenza su UniCredit ai sensi dell'SSMR e della CRD ed è l'unica autorità di vigilanza con il potere di applicare il quadro di vigilanza dell'UE e di adottare misure di vigilanza. Tali norme non possono essere disapplicate imponendo requisiti quali la Prescrizione sullo Sviluppo della Società in assenza di qualsiasi giustificazione prudenziale.
- (232) Imponendo la Prescrizione sullo Sviluppo della Società, le autorità italiane hanno adottato una misura di vigilanza che può essere adottata solo dalla BCE. In primo luogo, ciò limita la capacità di UniCredit di rispettare i suoi obblighi prudenziali in quanto le impedisce di investire il capitale della banca come ritiene opportuno, anche se ciò sarebbe necessario per rispettare i suoi obblighi prudenziali. Di conseguenza, la prescrizione limita la capacità di UniCredit di gestire la banca in modo sano e prudente e di soddisfare i suoi requisiti patrimoniali, di liquidità e di altro tipo. In secondo luogo, la misura ha implicazioni prudenziali e viola la competenza della BCE in quanto autorità di vigilanza di UniCredit, senza alcuna giustificazione adeguata.
- (233) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene, in via preliminare, che la Prescrizione sullo Sviluppo della Società violi l'articolo 127 (6) TFUE, il regolamento SSMR e la direttiva sui requisiti patrimoniali.

5.3.3.7. La Prescrizione di Uscita dalla Russia

- (234) La Prescrizione di Uscita dalla Russia impone a UniCredit di cessare tutte le sue attività in Russia relative ai depositi, ai prestiti e al collocamento di fondi per prestiti transfrontalieri entro 9 mesi dalla data del Decreto. Il Decreto rileva che UniCredit è presente in Russia¹²⁶ ed è *"tra le poche banche europee ad aver deciso di mantenere una presenza stabile in Russia, anche a seguito delle misure restrittive unionali imposte nel contesto dell'attuale conflitto in Ucraina, operando tramite quattro*

¹²⁵ Anche se diventerà la numero 2 italiana per capitalizzazione di mercato.

¹²⁶ Decreto, pag. 7.

società interamente detenute, fra cui AO UniCredit Bank, ricomprese nel perimetro del bilancio consolidato della Capogruppo".¹²⁷ Il Decreto spiega inoltre che la BCE ha tenuto discussioni con UniCredit sulla valutazione del profilo di rischio di AO UniCredit Bank e sottolinea che i rischi di conformità permangono alla luce del fatto che:

"(I) il diritto russo vieta alle società controllate russe di condividere informazioni con UniCredit S.p.A., e di dare applicazione in Russia alle misure restrittive unionali;

(II) Dall'inizio del conflitto non è concesso alla dirigenza di Unicredit visitare i locali della AO UniCredit Bank e incontrarvi i dirigenti e il personale;

*(III) Gli organi diretti a garantire la conformità del gruppo non possono effettuare ispezioni."*¹²⁸

(235) Il Decreto rileva inoltre che il 22 aprile 2024 la BCE ha adottato una decisione che impone restrizioni alle attività di UniCredit in Russia e monitorerà la corretta attuazione di tali misure.¹²⁹

(236) Il Decreto spiega poi che era necessario valutare il rischio per i risparmi di BPM in Italia rappresentato dalle attività di UniCredit in Russia e che:

"sussiste il rischio che, all'esito dell'operazione:

(I) UniCredit S.p.a. sarebbe ancora attiva in finanziamenti transfrontalieri con clienti domiciliati in Russia;

(II) non è garantito il pieno controllo di Unicredit S.p.a. sulle controllate russe (in particolare, la capacità di esercitare la propria gestione aziendale e i propri diritti di azionista unico sono compromessi a causa della necessaria approvazione delle autorità russe);

(III) le controllate russe non possono legittimamente trasmettere a UniCredit S.p.a. le informazioni sui clienti né applicare integralmente le politiche e i regolamenti del gruppo, UniCredit non può valutare e gestire in modo esaustivo i rischi di compliance e di antiriciclaggio derivanti dalle transazioni russe né impartire le istruzioni del caso;

*(IV) a seguito della ipotetica fusione, Banco BPM S.p.a. sarà incorporata in UniCredit S.p.a. e quindi le voci di attivo e passivo delle due banche diventeranno inscindibili."*¹³⁰

(237) Il Decreto spiega poi che "la regolamentazione di settore e i connessi poteri attribuiti alle autorità di vigilanza finanziarie non appaiono sufficienti a mitigare completamente i rischi sopra delineati" e che, in quanto tali, "il rischio individuato imponga l'adozione di misure rigorose e prudenti per evitare anche il solo minimo rischio che il risparmio raccolto da Banco BPM S.p.a. sia coinvolto, direttamente o indirettamente, in operazioni a vantaggio del sistema economico e finanziario russo,

¹²⁷ Decreto, pag. 9.

¹²⁸ Decreto, pag. 9

¹²⁹ Decreto, pag. 9, che cita la decisione della BCE ECB-SSM-2024-ITUNI17 del 22 aprile 2024.

¹³⁰ Decreto, pag. 10.

il che nell'attuale contesto geopolitico pone oggettivi rischi per la sicurezza nazionale".¹³¹

5.3.3.7.1. Art 127 (6) TFUE e SSMR

- (238) L'Italia ha sostenuto che, adottando il Decreto, la PCM ha prestato grande attenzione a non interferire con i poteri della BCE.¹³² Tuttavia, la Commissione ritiene in via preliminare che, imponendo la Prescrizione di Uscita dalla Russia, l'Italia sta sostituendo il proprio punto di vista a quello dell'UE, come specificato nella decisione della BCE ECB-SSM-2024-ITUNI17 del 22 aprile 2024.¹³³ Pertanto, la misura viola il diritto dell'UE nella misura in cui incide sui poteri esclusivi della BCE.
- (239) La Prescrizione di Uscita dalla Russia impone a UniCredit di cessare i depositi residui, le attività di prestito e di pagamento della sua controllata russa entro 9 mesi dalla data del Decreto.
- (240) La BCE, in quanto unica autorità di vigilanza prudenziale delle banche di importanza sistemica nella zona euro, è l'autorità di vigilanza competente ai fini dell'SSMR¹³⁴ e ha il potere di applicare "tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive".¹³⁵ La BCE dispone di poteri di vigilanza che le consentono di assicurare che UniCredit adempia agli obblighi che le incombono in forza del diritto dell'UE e di adottare le misure necessarie per rimediare alle eventuali carenze individuate.¹³⁶ Tra gli altri compiti, la BCE ha il compito di garantire che UniCredit disponga di solidi processi di gestione del rischio e di efficaci processi di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno.¹³⁷
- (241) Infatti, come indicato nel Decreto, nell'esercizio di tali poteri la BCE ha già valutato i rischi potenziali derivanti dal funzionamento della controllata russa di UniCredit e ha imposto misure che obbligano UniCredit a liquidare la sua attività di prestito in Russia, a limitare la raccolta di depositi in Russia, a ridurre i pagamenti effettuati in Russia e a non concedere nuovi prestiti transfrontalieri. La decisione della BCE¹³⁸ si basa sulle considerazioni richiamate dal Decreto stesso e valuta se le misure da essa adottate siano idonee a conseguire il suo obiettivo di garantire la sicurezza e la solidità del gruppo UniCredit nel suo complesso. Essa conclude che le misure adottate sono adeguate e non vanno al di là di quanto strettamente necessario. Nella sua decisione la BCE ha osservato che l'imposizione di una cessione della controllata russa di UniCredit era un'opzione che sarebbe stata altrettanto efficace, ma che questa sarebbe stata un'opzione più invasiva, il che non è in linea con il principio di proporzionalità.¹³⁹ La decisione della BCE affronta i rischi che UniCredit deve

¹³¹ Decreto, pag. 10.

¹³² Risposta alla richiesta di informazioni della Commissione, pag. 3.

¹³³ UniCredit non ha condiviso la valutazione della BCE e ha proposto ricorso di annullamento contro la BCE per dichiarare inapplicabili le misure adottate dalla stessa. Il caso è stato registrato presso il Tribunale con il numero T-324/24 ed è attualmente pendente. Il Tribunale ha respinto la richiesta di provvedimenti provvisori presentata da UniCredit in questo caso.

¹³⁴ Articolo 9 dell'SSMR.

¹³⁵ Articolo 4, paragrafo 3, dell'SSMR.

¹³⁶ Articolo 16 dell'SSMR.

¹³⁷ Articolo 4, lettera e), dell'SSMR.

¹³⁸ Decisione ECB-SSM-2-24-ITUNI-17 del 22 aprile 2024, pag. 2.

¹³⁹ Ibidem, sezione 2.4.

gestire in considerazione della presenza della sua controllata in Russia. Il Decreto fa riferimento a tali rischi e afferma che i poteri prudenziali della BCE, secondo la PCM, non sono sufficienti a mitigarli pienamente. Così facendo, in sostanza, la PCM sembra mettere in discussione la valutazione prudenziale effettuata dalla BCE e le stesse misure prudenziali adottate dalla BCE nel caso di specie. Tuttavia, ai sensi del diritto dell'Unione, la BCE ha competenza esclusiva in relazione alla valutazione dei rischi prudenziali. Gli Stati membri non possono sostituire le conclusioni della BCE con le proprie. Inoltre, l'Italia non ha neppure fornito alcun elemento specifico per spiegare perché la misura della BCE sia insufficiente, né perché la Prescrizione di Uscita dalla Russia sia idonea e sia la misura meno restrittiva necessaria per tutelare la sicurezza pubblica.

- (242) Inoltre, la BCE ha già approvato l'acquisizione di BPM da parte di UniCredit da un punto di vista prudenziale senza imporre condizioni. Non ha ritenuto necessario imporre ulteriori restrizioni alle attività residue di UniCredit in Russia per garantire la sicurezza finanziaria e la solidità della banca risultante dalla fusione.
- (243) Infine, oltre ai dubbi espressi nella sezione, 5.3.2 va osservato che le preoccupazioni sollevate dal Decreto in merito alle attività di UniCredit in Russia non sono specifiche della concentrazione. Tali attività sono anteriori e indipendenti dall'acquisizione di BPM, in quanto UniCredit operava sia in Italia che in Russia prima dell'Operazione. L'Operazione non comporta pertanto alcun nuovo rischio che non esistesse in precedenza. In particolare, il Decreto non fornisce alcun motivo per cui un ipotetico rischio che i risparmi raccolti da BPM possano essere utilizzati in Russia non si applichi anche ai risparmi raccolti da UniCredit, che non erano soggetti a un obbligo equivalente. In effetti, la PCM ha precedentemente approvato altre acquisizioni di società italiane da parte di UniCredit senza sollevare preoccupazioni relative alle sue attività russe¹⁴⁰ e non è ancora chiaro perché l'acquisizione di BPM debba giustificare una diversa valutazione.
- (244) La Commissione ritiene, in via preliminare, e in assenza di elementi più specifici forniti dalle autorità italiane, che sostituendo la valutazione e la decisione della BCE con un requisito diverso, la Prescrizione di Uscita dalla Russia violi l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE e il regolamento SSMR, ai sensi del quale la BCE ha competenza esclusiva per quanto riguarda la vigilanza prudenziale delle banche di importanza sistemica nella zona euro, quali UniCredit e BPM.

6. CONCLUSIONE

- (245) Sulla base di quanto precede, nonché degli elementi fattuali e degli altri elementi attualmente a sua disposizione, la Commissione è giunta alla conclusione preliminare che l'Italia ha violato l'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni, in particolare i paragrafi 2 e 4, in quanto:
- (1) L'adozione e l'entrata in vigore del Decreto, nella sua forma attuale, senza previa comunicazione alla Commissione, viola gli specifici obblighi di comunicazione e sospensione previsti da tale disposizione;

¹⁴⁰ Cfr. decreto della PCM del 18 febbraio 2025 relativo all'acquisizione del controllo esclusivo di UniCredit Allianz Vita da parte di UniCredit; Decreto della PCM del 16 dicembre 2024 relativo all'acquisizione del controllo esclusivo di CNP UniCredit Vita da parte di UniCredit.

- (2) Il Decreto, nella sua forma attuale, è contrario alle norme dell'UE sulla libera circolazione dei capitali, alla competenza esclusiva della BCE in quanto autorità di vigilanza prudenziale ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE e dell'SSMR, nonché alla legislazione sui servizi finanziari, compresa la direttiva CRD, la direttiva OICVM, la direttiva MiFID II e la direttiva GEFIA.
- (246) Se questa conclusione preliminare fosse confermata, la Commissione potrebbe adottare una decisione a norma dell'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni in cui (i) dichiara che l'Italia ha violato l'articolo 21 del Regolamento Concentrazioni e (ii) le ordina di revocare senza indugio il Decreto.
- (247) Si invita l'Italia a presentare le sue osservazioni in merito a quanto precede entro 20 giorni lavorativi dal ricevimento della presente lettera.

La presente valutazione preliminare è destinata alla Repubblica italiana.

Fatto a Bruxelles, il 14.7.2025

Per la Commissione

Teresa RIBERA
Vicepresidente esecutivo

