

NOVITÀ IN MATERIA DI CONTROLLO DELLE CONCENTRAZIONI ALLA LUCE DELLA LEGGE 5 AGOSTO 2022 N. 118

GIOVANNI ANGELO CANIGGIA

SOMMARIO: 1. Introduzione - 2. Novità in materia di controllo delle operazioni di concentrazione - 3. I chiarimenti forniti dall’Autorità sui presupposti di esercizio dei nuovi poteri. - 4. La procedura di notifica e i poteri istruttori dell’Autorità - 5. Comunicazione volontaria delle Operazioni Sotto-Soglia - 6. Conseguenze contrattuali della nuova disciplina. - 7. Conclusioni.

1. Introduzione

Il 27 agosto 2022 è entrata in vigore la Legge 5 agosto 2022, n.118 (la “**Legge 118/2022**”)⁽¹⁾ che ha apportato importanti novità in materia antitrust, mediante interventi di integrazione e modifica della Legge 10 ottobre 1990, n. 287 (la “**Legge 287/1990**”)⁽²⁾ diretti a rafforzare significativamente i poteri dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (l’“**Autorità**”) in relazione al controllo delle operazioni di concentrazione societaria.

Tra le novità della Legge 118/2022, risulta di particolare interesse per gli operatori M&A la norma che introduce il potere

⁽¹⁾ Legge 5 agosto 2022, n. 118, “*Legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021*”.

⁽²⁾ Legge 10 ottobre 1990 n. 287.

dell'Autorità di richiedere alle imprese interessate⁽³⁾, in presenza di determinate condizioni, di notificare operazioni di concentrazione c.d. “sotto- soglia” e cioè che non soddisfano le soglie di fatturato il cui superamento comporta l'obbligo di notifica preventiva all'Autorità ai sensi dell'articolo 16, comma 1 della Legge 287/1990 (le “**Operazioni Sotto-Soglia**”).

Nel prosieguo verranno individuate le condizioni che legittimano l'Autorità a richiedere alle imprese interessate la notifica di Operazioni Sotto-Soglia, nonché gli aspetti procedurali e gli effetti che l'introduzione di tale nuovo potere in capo all'Autorità comporta a livello pratico.

2. Novità in materia di controllo delle operazioni di concentrazione

L' articolo 16 comma 1 della Legge 287/1990 stabilisce che le operazioni di concentrazione, come definite dall'articolo 5 della medesima legge⁽⁴⁾, devono essere preventivamente comunicate all'Autorità nei casi in cui sono superate, da parte delle imprese interessate, entrambe le seguenti soglie⁽⁵⁾:

⁽³⁾ La nozione di imprese interessate è contenuta nella Comunicazione consolidata della Commissione sui criteri di competenza giurisdizionale a norma del Regolamento (CE) n. 139/2004, che le individua come segue: “*sono imprese interessate quelle che prendono parte ad una concentrazione, ossia ad una fusione o ad un'acquisizione di controllo*”. Dunque, in caso di fusione tutte le imprese che prendono parte alla stessa, mentre nel caso di acquisizione, le imprese che acquisiscono il controllo esclusivo o congiunto di fatto e di diritto e le imprese oggetto dell'acquisizione.

⁽⁴⁾ in generale, ai sensi dell'articolo 5 della Legge 10 ottobre 1990 n. 287 “*l'operazione di concentrazione si realizza: a) quando due o più imprese procedono a fusione; b) quando uno o più soggetti in posizione di controllo di almeno un'impresa ovvero una o più imprese acquisiscono direttamente od indirettamente, sia mediante acquisto di azioni o di elementi del patrimonio, sia mediante contratto o qualsiasi altro mezzo, il controllo dell'insieme o di parti di una o più imprese; c) quando due o più imprese procedono alla costituzione di un'impresa comune che esercita stabilmente tutte le funzioni di un'entità autonoma*”.

⁽⁵⁾ Le soglie di fatturato di cui all'articolo 16, comma 1 della Legge 287/1990 sono state incrementate dall'Autorità con provvedimento del 27 marzo 2023, n.

(a) il fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a euro 532 milioni; e

(b) il fatturato totale realizzato individualmente a livello nazionale da almeno due delle imprese interessate è superiore a euro 32 milioni.

L'articolo 32, della Legge 118/2022 ha introdotto modifiche rilevanti con riferimento al trattamento delle Operazioni Sotto-Soglia e per l'effetto è stato inserito nell'articolo 16 della Legge 287/1990 un comma 1-bis⁽⁶⁾ che prevede la facoltà dell'Autorità di richiedere alle imprese interessate di notificare operazioni di concentrazione, entro 30 giorni dalla richiesta, quando ricorrono tutti i seguenti presupposti:

(a) sia superata dalle imprese interessate una delle due soglie di fatturato indicate alle lettere (a) e (b) del precedente paragrafo, oppure nel caso in cui il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate sia superiore a euro 5 miliardi;

(b) sussistano concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte rilevante, tenuto anche conto degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative; e

30507, e sono passate, rispettivamente, da euro 517 milioni a euro 532 milioni e da euro 31 milioni a euro 32 milioni.

⁽⁶⁾ L'articolo 16, comma 1-bis della Legge 10 ottobre 1990 n. 287 recita quanto segue *“l'Autorità può richiedere alle imprese interessate di notificare entro trenta giorni un'operazione di concentrazione anche nel caso in cui sia superata una sola delle due soglie di fatturato di cui al comma 1, ovvero nel caso in cui il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate sia superiore a 5 miliardi di euro, qualora sussistano concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale, o in una sua parte rilevante, tenuto anche conto degli effetti pregiudizievoli per lo sviluppo e la diffusione di imprese di piccole dimensioni caratterizzate da strategie innovative, e non siano trascorsi oltre sei mesi dal perfezionamento dell'operazione. L'Autorità definisce con proprio provvedimento generale, in conformità all'ordinamento dell'Unione europea, le regole procedurali per l'applicazione del presente comma. In caso di omessa notifica si applicano le sanzioni di cui all'articolo 19, comma 2. Le disposizioni del presente comma non si applicano alle operazioni di concentrazione perfezionate prima della data della sua entrata in vigore”*.

(c) non siano trascorsi oltre sei mesi dal perfezionamento dell'operazione.

In caso di omessa notifica si applicano le sanzioni previste dall'articolo 19, comma 2 della Legge 287/1990.

L'introduzione di tale nuovo comma 1-*bis* ha come obiettivo quello di attribuire all'Autorità il potere di analizzare le operazioni di concentrazione che, pur non essendo soggette all'obbligo di notifica preventiva - in quanto le imprese coinvolte nell'operazione non generano un fatturato rilevante ai sensi dell'articolo 16, comma 1 della Legge 287/1990 – producono nel mercato di riferimento un effetto negativo significativo sul piano concorrenziale. A tale proposito si pensi alle c.d. *killer acquisitions*⁽⁷⁾, operazioni di acquisizione di partecipazioni di controllo in *start-up* ad alto valore innovativo, effettuate da imprese *leader* di un determinato mercato al solo fine di prevenire la concorrenza futura. Il fenomeno delle *killer acquisitions* è molto diffuso ad esempio in ambito farmaceutico o scientifico, dove imprese già affermate nel mercato acquisiscono il controllo di loro potenziali concorrenti detentori di brevetti o altri diritti di proprietà intellettuale innovativi, decidendo poi autonomamente se investire nello sviluppo dell'innovazione acquisita integrandola nei propri processi produttivi o piuttosto lasciarla deperire.

3. I chiarimenti forniti dall'Autorità sui presupposti di esercizio dei nuovi poteri

Con delibera del 13 dicembre 2022⁽⁸⁾ l'Autorità si è espressa al fine di definire le regole procedurali per l'esercizio dei poteri di cui all'articolo 16 comma 1-*bis* della Legge 287/1990, nonché, in particolare, per fornire chiarimenti sulla applicazione pratica della normativa in relazione al concetto di “concreti

⁽⁷⁾ Si veda sul punto P.A. PERINETTO in “*Innovation and Competition Law: Lessons from Pharmaceutical Mergers*”, Concorrenza e Mercato, 2021, fascicolo I, pp. 155-187.

⁽⁸⁾ Delibera del 13 dicembre 2022, n. 30407, pubblicata nel Bollettino AGCM n. 46 del 27 dicembre 2022.

rischi per la concorrenza”. Tale concetto appare infatti eccessivamente vago e potenzialmente in grado di estendere l’esercizio del potere dell’Autorità a numerose operazioni di concentrazione che, prima della Legge 118/2022, non sarebbero state soggette all’obbligo della preventiva notifica all’Autorità.

Dal punto di vista temporale, l’Autorità chiarisce che il nuovo comma 1-*bis* non si applica alle operazioni di concentrazione perfezionate prima dell’entrata in vigore della Legge 118/2022 e che il termine massimo entro il quale l’Autorità può richiedere la notifica dell’operazione di concentrazione è di 6 (sei) mesi a decorrere dal *closing*, ovvero da quando si perfeziona il passaggio del controllo della società *target* in capo al soggetto acquirente o al soggetto risultante dall’operazione di concentrazione.

Con riferimento alla sussistenza dei “concreti rischi per la concorrenza”, l’Autorità ha chiarito che le relative valutazioni vengono svolte tenendo conto degli indizi della sussistenza *prima facie* di tali rischi, nonché delle caratteristiche rilevanti delle imprese interessate e dei mercati in cui queste operano, prendendo in considerazione, laddove disponibili, i seguenti elementi:

- (a) la struttura dei mercati;
- (b) le caratteristiche degli operatori coinvolti;
- (c) la natura dell’attività svolta dalle imprese interessate e la sua rilevanza per i consumatori e/o altre imprese;
- (d) la rilevanza dell’attività innovativa svolta; e
- (e) il vincolo competitivo esercitato da una o più imprese al di là della quota di mercato.

Oltre agli elementi sopra indicati, soprattutto nei casi in cui il fatturato delle imprese interessate non è indicativo del reale potere competitivo, ai fini della valutazione dei “concreti rischi per la concorrenza” dell’Operazione Sotto-Soglia, l’Autorità può considerare anche (i) l’entità del prezzo pagato dall’acquirente ai venditori per l’acquisto delle partecipazioni e (ii) in relazione alla società *Target*:

(a) se è una *start-up* o un nuovo operatore con un significativo potenziale competitivo che deve ancora sviluppare o adottare un modello di business che generi ricavi significativi (o è ancora nella fase iniziale di implementazione di tale modello);

(b) se è un importante innovatore o sta conducendo un'attività di ricerca potenzialmente importante;

(c) se è un'importante forza competitiva, attuale o potenziale;

(d) se ha accesso a beni significativi dal punto di vista della concorrenza (come ad esempio materie prime, infrastrutture, dati o diritti di proprietà intellettuale); e/o

(e) se fornisce prodotti o servizi che sono input/componenti chiave per altri settori.

L'Autorità riporta, inoltre, alcuni spunti pratici in relazione ai metodi di valutazione dei “concreti rischi per la concorrenza”; in particolare, indica come una prima utile indicazione in tal senso derivi dal calcolo delle quote di mercato delle imprese interessate e dalla misura del relativo grado di concentrazione⁽⁹⁾. Basandosi su tali elementi, l'Autorità fornisce anche alcuni esempi concreti di Operazioni Sotto-Soglia in relazione alle quali è improbabile che l'Autorità medesima richieda la notifica alle imprese interessate⁽¹⁰⁾.

⁽⁹⁾ La misura del grado di concentrazione del mercato viene normalmente svolta sulla base dell'indice Herfindahl-Hirschman (HHI), che si calcola sommando le quote di mercato delle imprese del settore di riferimento al quadrato. La variazione dell'indice HHI indica gli effetti dell'Operazione Sotto-Soglia sul grado di concentrazione nel mercato di riferimento.

⁽¹⁰⁾ È ad esempio improbabile che l'Autorità richieda la notifica di un'operazione di concentrazione orizzontale laddove, dopo la concentrazione, la quota di mercato dell'insieme delle imprese interessate sia inferiore al 25%.

Inoltre, è improbabile che, nell'ambito di una concentrazione di natura orizzontale, l'Autorità ritenga sussistente un concreto rischio per la concorrenza: (a) in un mercato in cui l'indice HHI è inferiore a 1.000; (b) se, dopo la concentrazione l'indice HHI è compreso tra 1.000 e 2.000 e il delta è inferiore a 250; (c) se, dopo la concentrazione, l'indice HHI è superiore a 2.000 e il delta è inferiore a 150, a meno che siano presenti circostanze particolari.

Sempre a titolo esemplificativo, è altresì improbabile che l'Autorità richieda la notifica di un'operazione di concentrazione non orizzontale laddove, dopo la

Infine, l’Autorità chiarisce cosa intende il nuovo comma 1-*bis* nella parte in cui prevede che la notifica dell’Operazione Sotto-Soglia può essere richiesta solo qualora i concreti rischi per la concorrenza producano effetti “nel mercato nazionale o in una sua parte rilevante”.

Nel caso in cui entrambe le imprese interessate producano il proprio fatturato esclusivamente in Italia, l’Operazione Sotto-Soglia ha sicuramente effetti nel mercato italiano (o in una sua parte rilevante) e quindi si applica il nuovo comma 1-*bis*.

Qualora, invece, le imprese interessate non producano il proprio fatturato solo in Italia, l’Autorità deve verificare se l’Operazione Sotto-Soglia è comunque destinata a incidere sulla concorrenza nel mercato nazionale (o in una sua parte rilevante). Tale verifica viene effettuata tenendo conto dei seguenti fattori:

(a) la diffusione in Italia delle attività interessate tra gli utenti/consumatori dei servizi delle imprese coinvolte, anche se si tratta di servizi che non sono prestati dietro corrispettivo monetario: nel settore digitale, per esempio, si potrà fare riferimento al numero giornaliero o mensile di utenti di tali servizi digitali residenti in Italia o al numero di accessi di singoli utilizzatori residenti in Italia ad un determinato sito web;

(b) la localizzazione nel territorio nazionale della sede dell’impresa, degli impianti produttivi e/o di laboratori di ricerca o sperimentazione;

(c) lo svolgimento di attività di R&S (ricerca e sviluppo) potenzialmente rilevante per il mercato nazionale (o in una sua parte rilevante): per esempio, potrebbe rilevare la circostanza che i risultati della ricerca siano commercializzabili sul territorio nazionale, la titolarità di un particolare brevetto o l’aver avviato il processo di approvazione per un farmaco distribuibile sul territorio nazionale;

(d) l’esistenza di un piano di ingresso nel mercato nazionale: si terrà conto, ad esempio, della prospettiva di apertura di stabilimenti produttivi, dell’avvenuta o imminente assunzione di

concentrazione, la quota di mercato della nuova impresa su ciascuno dei mercati interessati sia inferiore al 30% e l’indice HHI sia inferiore a 2.000.

personale, dei processi di ottenimento di autorizzazioni al commercio o della previsione di conclusione di contratti di vendita, sempre in Italia; e

(e) ogni altro significativo collegamento con il mercato nazionale o una sua parte rilevante che emerga dalle caratteristiche dell'Operazione Sotto-Soglia.

4. La procedura di notifica e i poteri istruttori dell'Autorità

Ai fini della verifica delle Operazioni Sotto-Soglia, l'Autorità può avvalersi dei poteri istruttori previsti all'articolo 16-*bis*, comma 1⁽¹⁾ della Legge 287/1990 e in caso di inottemperanza da parte delle imprese interessate si applicano le sanzioni previste dal comma 2⁽¹²⁾ del medesimo articolo.

Nel caso in cui l'Autorità ritenga che una Operazione Sotto-Soglia debba essere notificata, trasmette alle imprese interessate una richiesta di notifica motivata.

Le società interessate devono notificare l'operazione entro 30 (trenta) giorni dal ricevimento della suddetta richiesta da parte dell'Autorità, pena le sanzioni previste dall'articolo 19, comma

⁽¹⁾ L'articolo 16- bis, comma 1 della Legge 10 ottobre 1990 n. 287 prevede quanto segue "Ai fini dell'esercizio dei poteri di cui al presente capo, l'Autorità può in ogni momento richiedere a imprese e a enti che ne siano in possesso di fornire informazioni e di esibire documenti utili. Tali richieste di informazioni indicano le basi giuridiche su cui sono fondate le richieste, sono proporzionate e non obbligano i destinatari ad ammettere un'infrazione degli articoli 101 o 102 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea ovvero degli articoli 2 o 3 della presente legge."

⁽¹²⁾ L'articolo 16- bis, comma 2 della Legge 10 ottobre 1990 n. 287 prevede quanto segue "Con provvedimento dell'Autorità, i soggetti ai quali è richiesto di fornire o esibire gli elementi di cui al comma 1 sono sottoposti alle sanzioni amministrative pecuniarie di cui all'articolo 14, comma 5, se rifiutano od omettono di fornire le informazioni o di esibire i documenti richiesti ovvero se forniscono informazioni od esibiscono documenti non veritieri, senza giustificato motivo. L'Autorità riconosce ai soggetti di cui al comma 1 un congruo periodo di tempo, anche in ragione della complessità delle informazioni in oggetto, comunque non superiore a sessanta giorni, rinnovabili con richiesta motivata, per rispondere alle richieste di informazioni avanzate dall'Autorità stessa. Sono fatte salve le diverse sanzioni previste dall'ordinamento vigente."

2 della Legge 287/1990. Su motivata richiesta da parte delle imprese interessate l'Autorità può concedere una proroga di ulteriori 30 (trenta) giorni per la presentazione della notifica.

Anche le notifiche delle Operazioni Sotto-Soglia devono essere effettuate con le modalità previste per le comunicazioni preventive delle operazioni di concentrazione ex articolo 16 comma 1 della Legge 287/1990, e cioè mediante la trasmissione all'Autorità dell'apposito formulario compilato con le informazioni e gli allegati ivi indicati⁽¹³⁾. La notifica deve essere sottoscritta dai legali delle imprese interessate o da loro procuratori speciali, e deve essere spedita all'Autorità a mezzo raccomandata con avviso di ricevimento o mediante raccomandata a mano con ricevuta.

Nel caso in cui l'Autorità ritenga che l'Operazione Sotto-Soglia notificata sia suscettibile di essere vietata ai sensi dell'articolo 6 della Legge 287/1990, avvia l'istruttoria entro 30 (trenta) giorni dal ricevimento della notifica, ai sensi delle norme di cui al D.P.R. 217/1998. L'istruttoria deve concludersi entro il termine perentorio di 45 (quarantacinque) giorni a decorrere da quando la stessa è stata avviata da parte dell'Autorità, fatto salvo il diritto di prorogare tale termine per un massimo di 30 (trenta)

⁽¹³⁾ Le modalità di notifica delle concentrazioni sono indicate all'articolo 5 del D.P.R. 30 aprile 1998, n. 217 che recita quanto segue: "Le comunicazioni preventive delle operazioni di concentrazione, di cui all'articolo 16, comma 1, della legge, devono contenere tutte le informazioni ed essere corredate degli allegati ed elementi essenziali ad una completa valutazione dell'operazione di concentrazione.

Le comunicazioni sono presentate secondo il formulario predisposto dall'Autorità e pubblicato nel bollettino, nel quale sono richieste le informazioni, gli allegati e gli elementi di cui al comma 1.

L'Autorità informa le imprese nel caso di comunicazione gravemente inesatta, incompleta o non veritiera. In tal caso, il termine di trenta giorni previsto dall'articolo 16, comma 4, della legge decorre dal ricevimento delle informazioni che integrano la comunicazione.

Ai fini della sottoscrizione e della presentazione della comunicazione, si applicano le disposizioni dell'articolo 3, comma 5."

giorni nel caso in cui le imprese interessate non forniscano all'Autorità le informazioni e i dati a loro richiesti.

L'Autorità non chiarisce, tuttavia, cosa accade nel caso in cui al termine dell'istruttoria emerge che l'Operazione Sotto-Soglia ostacoli in modo significativo la concorrenza effettiva nel mercato nazionale o in una sua parte rilevante.

Nel silenzio dell'Autorità, sembra debba ritenersi applicabile la Legge 287/1990, che attribuisce a quest'ultima il potere di vietare l'operazione di concentrazione, ovvero autorizzarla prescrivendo le misure necessarie ad impedire le relative conseguenze dannose per il mercato.

Tali poteri ben si prestano ad essere esercitati quando l'Autorità può intervenire prima che l'operazione di concentrazione sia stata eseguita (come difatti avviene nella maggior parte dei casi disciplinati dall'articolo 16 comma 1 della Legge 287/1990), ma appaiono meno facilmente esercitabili con riferimento alle Operazioni Sotto-Soglia, dove l'intervento dell'Autorità è successivo alla relativa esecuzione.

In tali casi, infatti, l'Autorità deve impedire o mitigare l'esecuzione di un'operazione di concentrazione interamente eseguita e i cui effetti si sono già prodotti nel mercato nazionale o in una sua parte rilevante.

Si aggiunge inoltre che, il divieto di effettuare l'Operazione Sotto-Soglia, può comportare, seppur in casi limitati, l'obbligo per le imprese interessate di ripristinare lo *status quo ante*, che è estremamente oneroso e non sempre facilmente praticabile in concreto.

5. Comunicazione volontaria delle Operazioni Sotto-Soglia

L'Autorità con la delibera del 13 dicembre 2022 introduce inoltre la facoltà per le imprese interessate di informare preventivamente l'Autorità di operazioni che potrebbero rientrare nell'ambito di applicazione dell'articolo 16, comma 1-*bis* della Legge 287/1990.

Tale comunicazione può essere presentata prima di perfezionare l'Operazione Sotto-Soglia, ma soltanto quando le imprese interessate abbiano raggiunto un accordo sugli elementi essenziali di tale operazione.

La comunicazione preventiva deve contenere almeno i seguenti elementi:

- (a) indicazione dei soggetti che procedono all'operazione;
- (b) breve descrizione delle modalità di realizzazione dell'operazione, ivi compresa l'indicazione della data in cui è avvenuto (o avverrà) il passaggio del controllo;
- (c) indicazione del superamento di una delle due soglie di fatturato di cui all'articolo 16, comma 1, della Legge 287/1990 e/o del superamento della soglia di 5 miliardi di euro in termini di fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate;
- (d) breve descrizione dei mercati interessati dall'operazione;
- (e) posizione delle parti nei mercati individuati;
- (f) ragioni per le quali l'operazione potrebbe determinare concreti rischi per la concorrenza nel mercato nazionale o in una sua parte rilevante;
- (g) se l'operazione sia stata o debba essere comunicata alle autorità competenti di altri Paesi.

L'Autorità, ricevuta la comunicazione, valuta se richiedere o meno alle imprese interessate la notifica dell'Operazione Sotto-Soglia entro 60 (sessanta) giorni dal ricevimento della stessa. In caso di richiesta di notifica si applicherà la procedura prevista al precedente articolo 4.

La comunicazione volontaria è uno strumento importante che permette alle imprese interessate di sottoporre preliminarmente all'Autorità la verifica circa l'obbligo di notificare l'Operazione Sotto-Soglia, evitando così l'intervento da parte dell'Autorità ad operazione già eseguita che, come abbiamo visto, può comportare effetti negativi rilevanti per il buon esito dell'operazione medesima, nonché per le imprese interessate che l'hanno realizzata.

6. Conseguenze contrattuali della nuova disciplina

La nuova normativa introdotta dalla Legge 118/2022 comporta rilevanti conseguenze a livello contrattuale con riferimento alla disciplina degli effetti di un possibile intervento da parte dell'Autorità in seguito alla notifica dell'Operazione Sotto-Soglia.

Tale disciplina cambia a seconda che le imprese interessate decidano di procedere con la comunicazione volontaria preventiva, oppure attendere il decorso del termine di 6 (sei) mesi dal *closing* dell'operazione, assumendosi il rischio che l'Autorità possa richiedere la notifica dell'Operazione Sotto-Soglia e, ad esito dell'istruttoria, porre vincoli alla concentrazione o vietarla *tout court*.

In caso di acquisizione societaria, ad esempio, qualora acquirente e venditore decidano di procedere con la comunicazione volontaria preventiva, il contratto preliminare di compravendita, dovrà prevedere, quale condizione sospensiva dell'esecuzione, l'ottenimento della comunicazione da parte dell'Autorità che escluda l'obbligo di notifica dell'Operazione Sotto-Soglia.

Qualora, invece, acquirente e venditore decidano di eseguire l'operazione di concentrazione senza procedere con la comunicazione volontaria preventiva, la disciplina contrattuale risulterà maggiormente complessa. In tal caso, infatti, il contratto preliminare di compravendita dovrà prevedere la disciplina dell'eventuale obbligo di ripristino dello *status quo ante* in conseguenza dell'intervento dell'Autorità.

In particolare, tale contratto dovrà contenere una clausola di gestione interinale che disciplini le modalità di amministrazione della società *target* nei 6 (sei) mesi successivi al *closing*, limitando i poteri gestori dei nuovi amministratori, nominati dall'acquirente in conseguenza del cambio del controllo, ai soli atti di ordinaria amministrazione.

Inoltre, a tutela dell'acquirente, sarà opportuno prevedere il deposito in un conto vincolato presso terzi del prezzo di acquisto delle partecipazioni, da liberare in favore del venditore o

dell'acquirente alle condizioni, con le modalità e nei termini disciplinati da un apposito *escrow agreement*.

La disciplina contrattuale si complica ulteriormente nel caso in cui l'Operazione Sotto-Soglia venga eseguita mediante un'operazione straordinaria quale ad esempio la fusione. In tale caso il ripristino dello *status quo ante*, da disciplinare nella documentazione contrattuale, dovrà verosimilmente avvenire mediante un'operazione di scissione che ripristini lo stato di fatto e di diritto esistente prima della fusione.

7. Conclusioni

Le novità introdotte dalla Legge 118/2022, brevemente delineate nei precedenti articoli, costituiscono una importante modifica della disciplina sul trattamento delle concentrazioni, che incrementa notevolmente i poteri di controllo dell'Autorità. Tale normativa, pertanto, deve essere tenuta ben presente dagli operatori M&A per valutare attentamente l'opportunità di procedere con operazioni di concentrazione che fino allo scorso anno non erano soggette ad alcun controllo (nemmeno potenziale) dell'Autorità, nonché al fine di prevedere una adeguata regolamentazione contrattuale delle Operazioni Sotto-Soglia.

Come abbiamo visto, la normativa di riferimento è ancora poco chiara sotto molteplici profili e necessita di ulteriori chiarimenti da parte dell'Autorità, soprattutto in relazione al perimetro di applicazione e alle modalità di esercizio della comunicazione volontaria che, in assenza di una regolamentazione specifica e puntuale, rischia di diventare il canale ordinario di notifica delle Operazioni Sotto-Soglia, con conseguente appesantimento dell'intero sistema alla stregua di quanto sta avvenendo con riferimento alla normativa *Golden Power*.

È pertanto auspicabile che l'Autorità fornisca quanto prima delle linee guida precise affinché sia fatta chiarezza su una disciplina rilevante che ad oggi appare però alquanto imprevedibile e incerta.