C12752 - ICG VELASCA SCSP SICAV-RAIF/EXCELLERA ADVISORY GROUP
Provvedimento n. 31681

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 23 settembre 2025;

SENTITA la Relatrice, Professoressa Elisabetta Iossa;

VISTO il Regolamento (CE) n. 139/2004;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287;

VISTO il D.P.R. 30 aprile 1998, n. 217;

VISTA la comunicazione della società ICG Velasca SCSp SICAV-RAIF, pervenuta in data 5 settembre 2025;

VISTA la documentazione agli atti;

CONSIDERATO quanto segue:

I. LE PARTI

1. ICG Velasca SCSp SICAV-RAIF (di seguito, "ICGV") è una società in accomandita speciale, operante come società di investimento a capitale variabile – fondo di investimento alternativo riservato ai sensi del diritto lussemburghese. In particolare, ICGV è una società di nuova costituzione che non svolge alcuna attività commerciale ed è indirettamente e interamente controllata da ICG plc (di seguito, "Gruppo ICG"), un *global alternative asset manager* ad azionariato diffuso quotato alla Borsa di Londra e attivo in quattro macro settori: i) *structured and private equity*, ii) *private debt*, iii) *real assets* e iv) credito.
Nel 2024 il Gruppo ICG ha realizzato a livello mondiale un fatturato pari a circa *[20-30]** miliardi di euro, di cui circa *[10-20]* miliardi di euro nell'Unione europea e circa *[1-2]* miliardi di euro in Italia.

2. Excellera Advisory Group S.p.A. (di seguito, "Excellera" o "*target*", C.F. 12451700962) è una società di partecipazioni *holding* del Gruppo Excellera, attivo nel settore della consulenza in materia di *corporate affairs*, offrendo, in particolare, servizi di consulenza integrata in tema di relazioni istituzionali, *advocacy* e *lobbying*, *political intelligence*, monitoraggio legislativo, strategie di comunicazione, gestione della reputazione, nonché organizzazione di eventi. Excellera è controllata in via esclusiva da Seven Holding IV S.à. r.l. (di seguito, "SH"), a sua volta controllata da Xenon Private Equity S.A., un *alternative investment fund manager* autorizzato dalla *Commission de Surveillance du Secteur Financier* in Lussemburgo alla gestione di fondi chiusi di investimento.
Nel 2024 il Gruppo Excellera ha realizzato a livello mondiale un fatturato consolidato pari a circa *[60-70]* milioni di euro, di cui circa *[50-60]* milioni di euro nell'Unione europea e circa *[40-50]* milioni di euro in Italia.

II. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

3. L'operazione comunicata (di seguito, "Operazione") consiste nell'acquisizione indiretta, da parte del Gruppo ICG, per il tramite di ICGV, del controllo esclusivo di Excellera e delle società da essa controllate.
4. In particolare, l'Operazione si articola come segue:
i. ai sensi di un accordo di compravendita di azioni stipulato fra l'acquirente e i venditori, verranno appositamente costituite due società per azioni di diritto italiano interamente detenute, direttamente o indirettamente, da ICGV: Vix TopCo S.p.A. (di seguito "TopCo") e Vix BidCo S.p.A., società veicolo interamente partecipata da TopCo, che acquisirà materialmente il 100% del capitale della *target*; successivamente, al *closing* dell'Operazione, la società veicolo sarà oggetto di fusione inversa nella *target*;

ii. in virtù di un distinto accordo di investimento fra l'acquirente, alcuni venditori[1] e alcuni *manager* del Gruppo Excellera, al *closing* dell'Operazione, tali venditori e *manager* (di seguito, "Reinvestitori"), in totale trentotto soggetti composti principalmente da persone fisiche, reinvestiranno il ricavato della vendita delle azioni della *target* mediante sottoscrizione e pagamento di un aumento di capitale in TopCo, ricevendo in cambio azioni ordinarie della medesima società;
iii. infine, sempre al *closing* dell'Operazione, i Reinvestitori sottoscriveranno azioni speciali di TopCo senza diritti di voto e diritti amministrativi.
5. Ad esito dell'Operazione, TopCo sarà interamente partecipata da ICGV ([*omissis*]), che ne deterrà anche il controllo, e dai Reinvestitori ([*omissis*]). Pertanto, anche in considerazione di quanto previsto nell'accordo di investimento, Excellera risulterà indirettamente controllata da ICG.

---

* *[Nella presente versione alcuni dati sono omessi, in quanto si sono ritenuti sussistenti elementi di riservatezza o di segretezza delle informazioni.]*

1 *[Fra i quali non figura la società SH, che uscirà definitivamente dal capitale sociale di Excellera.]*

6. L'Operazione prevede, altresì, una clausola di non concorrenza e di non sollecitazione a carico dei venditori (a eccezione di SH). In particolare, i venditori, direttamente o indirettamente, per un periodo di tre anni, si impegnano: *i)* con esclusivo riferimento alle "*Group Companies' Activities*", che secondo quanto rappresentato dalla Parte notificante corrispondono alle sole attività svolte dal Gruppo della *target*, e al "*Relevant Territory*", che secondo quanto rappresentato dalla Parte notificante corrisponde ai soli territori in cui il Gruppo della *target* è attivo, a non svolgere, né a detenere partecipazioni in società che svolgano, attività in concorrenza con quelle effettivamente svolte dalla *target*, a eccezione di investimenti di natura meramente finanziaria che non prevedano un coinvolgimento attivo nella gestione delle entità oggetto di investimento e purché la relativa partecipazione sia contenuta entro una predeterminata soglia percentuale; *ii)* sempre con esclusivo riferimento alle già citate "*Group Companies' Activities*", a non sollecitare alcun cliente o fornitore delle società facenti parte del Gruppo della *target*, né alcun dipendente con funzioni dirigenziali e manageriali di alto profilo del medesimo Gruppo.

7. Secondo quanto rappresentato dalla Parte notificante, l'Operazione rappresenta un investimento di natura finanziaria in linea con la strategia dei fondi ICG e si basa sulla crescita prevista e sui rendimenti attesi della *target*.

III. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE

8. L'Operazione, in quanto comporta l'acquisizione del controllo esclusivo di un'impresa, costituisce una concentrazione ai sensi dell'articolo 5, comma 1, lettera *b*), della legge n. 287/1990. Essa rientra nell'ambito di applicazione della legge n. 287/1990, non ricorrendo le condizioni di cui all'articolo 1 del Regolamento (CE) n. 139/2004, ed è soggetta all'obbligo di comunicazione preventiva disposto dall'articolo 16, comma 1, della medesima legge, in quanto il fatturato totale realizzato nell'ultimo esercizio a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate è stato superiore a 582 milioni di euro e il fatturato totale realizzato, nell'ultimo esercizio a livello nazionale, individualmente da almeno due delle imprese interessate è stato superiore a 35 milioni di euro[2].

9. Il patto di non concorrenza e l'obbligo di non sollecitazione sopra descritti possono essere qualificati come accessori all'Operazione nella misura in cui contengono restrizioni direttamente connesse alla sua realizzazione e a essa necessarie[3]. In particolare, il patto di non concorrenza e l'obbligo di non sollecitazione dei dipendenti possono considerarsi accessori all'Operazione a condizione che siano limitati geograficamente all'area di attività dell'impresa acquisita, non eccedano la durata di due anni, atteso che, nel caso di specie, deve essere tutelato il valore della società oggetto di trasferimento solo in termini di avviamento e non anche di *know-how*, essendo il gruppo acquirente già presente nel mercato della fornitura dei servizi di *marketing* e comunicazione, e non impediscano ai venditori di acquistare o detenere azioni a soli fini di investimento finanziario.

IV. VALUTAZIONE DELLA CONCENTRAZIONE

a) Il mercato rilevante

10. In considerazione dell'attività svolta dall'impresa acquisita, l'Operazione riguarda il mercato dei servizi di *marketing* e comunicazione. Tale mercato, secondo recente prassi dell'Autorità[4], nonché secondo prassi della Commissione europea[5], comprende una molteplicità di servizi relativi alle comunicazioni commerciali o di *marketing*, quali, in particolare, le attività di pubblicità, informazione, consulenza, relazioni pubbliche e con i clienti, al fine soprattutto di aumentare il rendimento delle attività di *marketing* delle imprese, senza ritenere necessaria una precisa segmentazione di tali servizi.

11. Sotto il profilo geografico, in linea con i precedenti dell'Autorità, il mercato rilevante ha dimensione nazionale, in quanto la scelta degli utenti si indirizza prevalentemente verso operatori che dispongono di organizzazioni presenti sul territorio nazionale, in grado di avere una conoscenza ottimale dell'impatto dei servizi sul rendimento delle attività di *marketing*. Anche la Commissione europea ha definito un mercato rilevante di ampiezza nazionale, pur rilevando una tendenza alla globalizzazione, in particolar modo in relazione a clienti di stampo internazionale[6].

b) Effetti dell'Operazione

12. L'Operazione, sulla base dei dati e delle informazioni fornite dalle Parti, non appare idonea a determinare criticità concorrenziali. Infatti, ICG è attiva solo in via marginale, per il tramite di tre *portfolio company* del Gruppo - che,

---

[2] *[Cfr. provvedimento n. 31088 del 18 marzo 2025 "Rivalutazione soglie fatturato ex articolo 16, comma 1, della legge n. 287/90", in Bollettino n. 11/2025.]*

[3] *[Si veda "Comunicazione della Commissione sulle restrizioni direttamente connesse e necessarie alle concentrazioni", in G.U.C.E. 2005/C-56/03 del 5 marzo 2005).]*

[4] *[Cfr., in particolare, C12673 – Sd Worx People Solutions/Caldera, provvedimento n. 31343 dell'8 ottobre 2024, in Bollettino n. 42/2024, C12520 – Freedom 1-Persona fisica/Assist digital, provvedimento n. 30483 del 15 febbraio 2023, in Bollettino n. 9/2023, e C12453 – Jakala/Maize-HES-HDM, provvedimento n. 30172 del 24 maggio 20223, in Bollettino n. 22/2022.]*

[5] *[Cfr., ad esempio, Decisioni della Commissione europea M.3579 – WPP/Grey del 25 gennaio 2005; M.7023 – Publicis/Omnicom del 9 gennaio 2014 e M.7476 - Holtzbrinck Publishing Group/Springer Science+Business Media Gpacquisition SCA/JV del 31 marzo 2015..]*

[6] *[Cfr., ad esempio, decisioni della Commissione europea M.3579–WPP/Grey, cit. e M.7023–Publicis/Omnicom, cit..]*

peraltro, non sono controllate da ICGV - in alcuni dei servizi che rientrano nel mercato rilevante dei servizi di *marketing* e comunicazione.

13. In particolare, rileva osservare che a valle dell'Operazione la quota dell'entità *post-merger* a livello nazionale, secondo dati stimati dalle Parti, sarà pari a circa il *[5-10%],* con un incremento ascrivibile alla *target* pari a circa il *[1-5%].* Anche ove si prendessero in considerazione i soli servizi di pubbliche relazioni, uno degli ambiti nei quali si concentra l'attività della *target*, la quota congiunta sarebbe pari a circa il *[10-15%],* con un incremento pari a circa il *[5-10%].*

Il mercato rilevante risulta caratterizzato da un'ampia frammentazione e vede la presenza, a livello nazionale, di numerosi e importanti operatori, tra cui grandi gruppi internazionali di consulenza.

14. Inoltre, in considerazione della natura consulenziale del *business* della *target*, che in quanto tale non può che comprendere tutte le attività necessarie alla erogazione della consulenza finale, dell'assenza di rapporti contrattuali attualmente in essere fra le Parti, nonché delle trascurabili sovrapposizioni orizzontali tra le stesse, si ritiene che l'Operazione non dia luogo neppure ad apprezzabili effetti verticali.

15. Alla luce delle considerazioni che precedono, stante l'assenza di sostanziali sovrapposizioni di natura orizzontale, nonché di possibili criticità concorrenziali di carattere verticale, l'Operazione non appare determinare alterazioni significative nella struttura concorrenziale del mercato rilevante.

RITENUTO, che l'Operazione non ostacola, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, della legge n. 287/1990, in misura significativa la concorrenza effettiva nel mercato interessato e non comporta la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante;

RITENUTO, altresì, che gli obblighi di non concorrenza e di non sollecitazione intercorsi tra le Parti sono accessori all'Operazione nei soli limiti sopra descritti e che l'Autorità si riserva di valutare, laddove ne sussistano i presupposti, i suddetti patti che si realizzino oltre i limiti ivi indicati;

DELIBERA

di non avviare l'istruttoria di cui all'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/1990.

Le conclusioni di cui sopra saranno comunicate, ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/1990, alle imprese interessate ed al Ministro delle Imprese e del Made in Italy.

Il presente provvedimento sarà pubblicato nel Bollettino dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

IL SEGRETARIO GENERALE
Guido Stazi

IL PRESIDENTE
Roberto Rustichelli