



CLEARY GOTTLIB

La prospettiva europea sull'FDI

Convegno AIGE – Ordine Avvocati di Roma

Roma, 23 giugno 2025

Avv. Francesco Iodice



**Esiste un FDI (*foreign direct investment*)
europeo?**

Esiste un FDI europeo?

Non esiste un regime “europeo” di controllo degli investimenti esteri. Spetta a ciascuno Stato Membro dotarsi di un proprio regime.

Il ruolo dell’Unione europea (e della Commissione) è limitato ...

... *ma*, per effetto del c.d. «meccanismo europeo di cooperazione» in materia di FDI, i regimi nazionali si sono progressivamente avvicinati, anche in virtù del consolidamento di esperienze comuni.

Questa convergenza è destinata ad aumentare, allorché sarà adottato il nuovo Regolamento europeo in materia.

Attenzione alle giurisprudenza della Corte di Giustizia e al suo impatto sul regime di molti Stati Membri.



I principali tratti comuni dei regimi FDI europei

Principali tratti comuni (1)



COLLEGAMENTO GEOGRAFICO

- Nel territorio dello Stato devono trovarsi attività o beni rilevanti, e in alcuni casi è addirittura necessario che la società *target* sia ivi costituita o almeno stabilita.
- In genere, attività di mera distribuzione non sono rilevanti.

SOSPENSIONE

- Che sia per espressa previsione di legge o per prassi, in genere un'operazione di acquisizione non può perfezionarsi fino a conclusione dell'esame da parte dell'autorità locale e adozione della relativa autorizzazione.
- Il mancato rispetto di questo divieto può dar luogo a sanzioni.



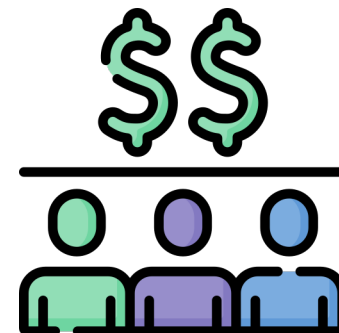
FATTURATO

- In genere, il fatturato della *target* non rileva. Una società può essere rilevante a prescindere dal fatturato che genera nel paese (e in teoria potrebbe esserlo anche in assenza di fatturato, ad esempio nel caso in cui un bene strategico sia localizzato in quel Paese ma non ancora utilizzato a fini commerciali).
- Ci sono limitate eccezioni (e.g., Polonia).

Principali tratti comuni (2)

ACQUISIZIONI DIRETTE VS INDIRECTE

- In tutti gli Stati Membri, un'operazione rileva anche nel caso di acquisizione indiretta, ossia allorché la società acquisita sia una società straniera che ne controlla un'altra stabilita nello Stato Membro rilevante.
- Diversa è l'ipotesi di acquirente stabilito in uno Stato Membro ma controllato da un soggetto appartenente a un Paese terzo (ma si veda il caso Xella e il prossimo Regolamento UE).



AUTORITA' COMPETENTE

È il Governo stesso (la Presidenza del Consiglio, un Ministero, o un dipartimento) che si occupa dell'esame dell'operazione, e non invece un'agenzia o autorità indipendente o separata (come avviene negli USA con il CFIUS).

GIUSTIZIABILITA'

- Le decisioni assunte dalle autorità locali tipicamente sono suscettibili di essere impugnate davanti a un tribunale locale (anche se le probabilità di successo possono variare) – diversamente da altri Paesi terzi (es. negli USA ciò non è possibile).
- Nella UE, questo è uno dei pochi requisiti sostanziali fissati dal Regolamento.

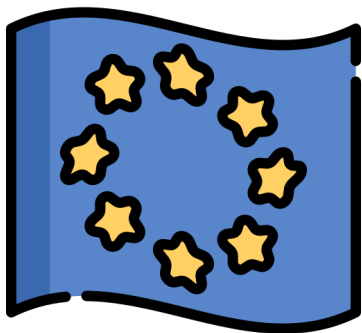




Le principali differenze tra regimi FDI europei



Differenze principali (1)

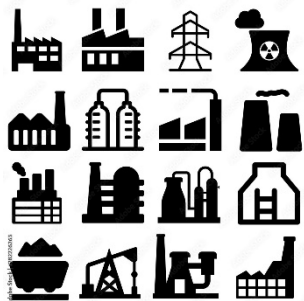


NAZIONALITA' DELL'INVESTITORE

- In un numero crescente di Stati Membri (es. Francia, Italia, Olanda, Spagna), un'operazione rileva anche nel caso in cui l'investitore sia soggetto puramente europeo, anche in settori diversi dalla difesa e sicurezza nazionale (in cui gli Stati Membri godono di maggior margine di manovra).
- Da monitorare l'impatto della sentenza Xella e il nuovo Regolamento UE.

SOGLIE MINIME

- In alcuni Paesi, solo le acquisizioni del controllo (solitario o congiunto) sono rilevanti; in altri, invece, anche l'acquisizione di partecipazioni di minoranza (es. anche solo del 10%) possono rilevare (anche se spesso solo per soggetti extra-UE).
- Ci sono differenze sostanziali circa il trattamento di azioni con e senza diritto di voto, partecipazioni indirette, rilevanza di patti parasociali e diritti di *governance*.



SETTORI

- Anche se si registra una crescente convergenza a livello europeo (soprattutto per effetto dell'articolo 4 del Regolamento UE), non esiste una lista comune di attività e beni rilevanti, e a volte questi possono variare in modo significativo.
- Alcuni Stati Membri definiscono i settori in modo piuttosto dettagliato, altri adottano un approccio molto più elastico (ad esempio facendo mero riferimento agli ampi concetti usati nel Regolamento UE).

Differenze principali (2)

INVESTITORI SOVRANI

- Il trattamento degli investitori “sovrani” può variare significativamente.
 - Nella maggior parte degli Stati Membri, la mera natura di investitore sovrano non determina la necessità di una notifica, ma ciò può rilevare nell’esame sostanziale dell’operazione (come peraltro richiesto dal Regolamento UE).
 - In alcuni Stati, invece, gli investitori sovrani possono essere tenuti a notificare a prescindere dalle attività e beni locali della *target* (ad esempio in Spagna, al di sopra di certe soglie).
 - L’esito dell’esame spesso dipende anche da considerazioni di natura geopolitica: alcuni investitori sembrano benvenuti (es. Golfo, Singapore), altri invece sono trattati in modo più cauto (es. Cina, Russia).

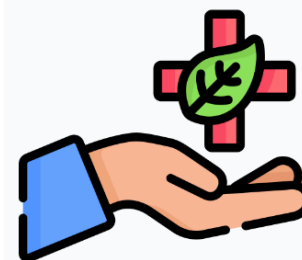


INVESTITORI PASSIVI

- Il trattamento e la rilevanza di investitori passivi (es. *limited partner* o quotisti di un fondo di investimento) possono variare.
- Anche la nozione di “passivo” (se esistente) può variare molto.

RIMEDI

- In alcuni Stati Membri, l’investitore ha occasione di discutere o anche negoziare eventuali rimedi necessari per ottenere l’autorizzazione dell’operazione.
- In altri, l’investitore si trova di fronte a un “prendere o lasciare”, poiché i rimedi sono resi noti e imposti solo con la pubblicazione dell’autorizzazione, senza previo avviso o discussione.

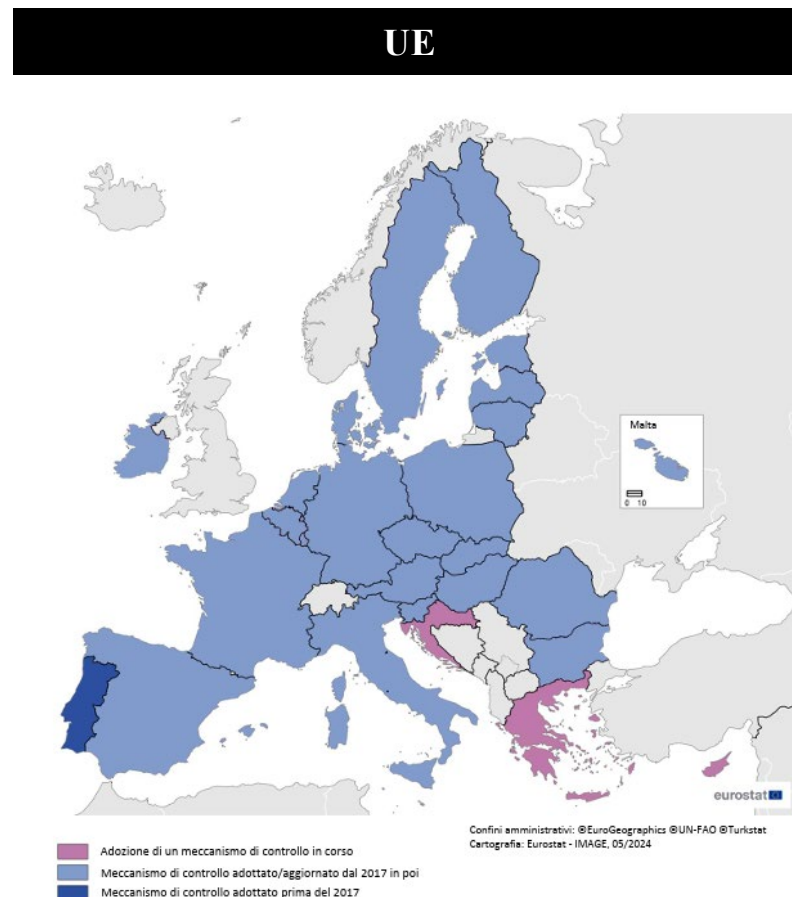




L'attuale meccanismo europeo di cooperazione

Il meccanismo europeo di cooperazione

- La disciplina europea è dettata dal Regolamento UE 2019/452, in vigore dall'11 ottobre 2020.
- Il Regolamento non stabilisce regole sostanziali in materia di controllo degli investimenti esteri, nè impone agli Stati Membri un obbligo di adozione di un regime.
- La scelta, ancorchè fortemente incoraggiata dalla Commissione, è rimessa esclusivamente agli Stati Membri.
- Attualmente, 24 Stati Membri si sono dotati di un regime FDI.
- All'appello mancano solo Cipro, Croazia e Grecia (ma per questi ultimi due, a breve, entrerà in vigore il relativo regime).



Maggior certezza giuridica

- Il Regolamento conferma il diritto degli Stati Membri di controllare investimenti da Paesi terzi per tutelare l'ordine pubblico e la sicurezza.
- Allo stesso tempo, il Regolamento elenca i settori e le considerazioni che potrebbero essere rilevanti allo scopo.

Settori rilevanti



Infrastrutture
critiche



Tecnologie critiche
e prodotti a duplice
uso



Fattori produttivi
critici, *e.g.*, energia
e materie prime



Accesso o controllo
di informazioni
sensibili



Libertà e
pluralismo
mediatici

Si tratta di categorie molto ampie, la cui identificazione è stata rimessa ai singoli Stati Membri

Considerazioni rilevanti

- L'investitore è controllato dal governo (compresi organismi statali o forze armate) di un "Paese terzo"?
- L'investitore è già stato coinvolto in attività che hanno inciso sulla sicurezza o l'ordine pubblico di uno Stato Membro?
- C'è un rischio grave che l'investitore intraprenda attività illegali o criminali?

Maggior cooperazione



— Lo Stato Membro che riceve la notifica di un'operazione in base alla propria legislazione nazionale è tenuto a condividerla con la Commissione e gli altri Stati Membri.



— Gli Stati Membri possono esprimere commenti se ritengono che la loro sicurezza od ordine pubblico siano minacciati, o nel caso dispongano di informazioni rilevanti.



— La Commissione può fornire un parere - non vincolante - se ritiene che vi sia il rischio che l'investimento incida sulla sicurezza od ordine pubblico di più di uno Stato Membro.



— Spetta comunque **solo allo Stato Membro** che riceve la notifica il compito di **decidere sull'operazione**, tenendo in debita considerazione i commenti degli altri Stati Membri o il parere della Commissione.

— Nel caso in cui l'investimento riguardi alcuni progetti di rilevanza europea (es. Galileo, Horizon), lo Stato Membro deve tenere nella massima considerazione il parere della Commissione.

Maggior vigilanza da parte della Commissione

- Il Regolamento riflette un compromesso tra un sistema centralizzato di esame degli investimenti esteri e un sistema di *screening* puramente nazionale.
- Non c'è un “*one stop shop*”, come nell'antitrust, ma la Commissione si è ritagliata un ruolo.

Gli Stati Membri sono tenuti a informare la Commissione dell'esame che stanno svolgendo

Gli Stati Membri sono tenuti a prendere in considerazione gli input della Commissione nel corso del loro esame sostanziale

Gli Stati Membri devono presentare una relazione annuale sull'applicazione dei loro regimi



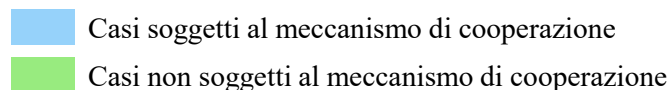
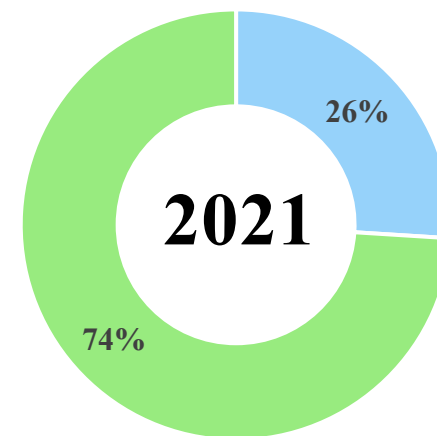
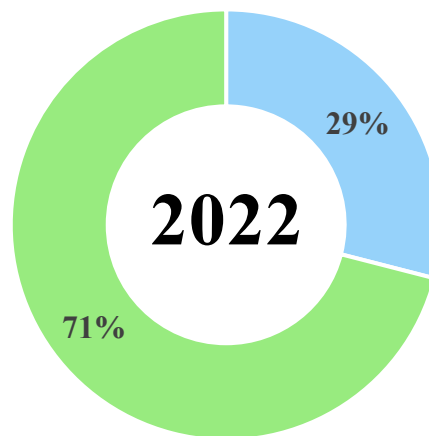
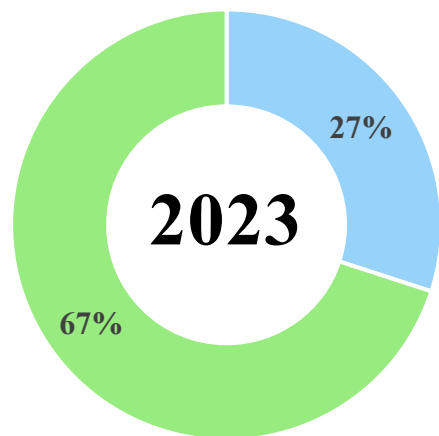
La Commissione tiene un registro dei regimi nazionali

La Commissione presenta una relazione annuale al Parlamento UE

Sin dalla pandemia da Covid-19, la Commissione ha incoraggiato l'adozione di un regime FDI

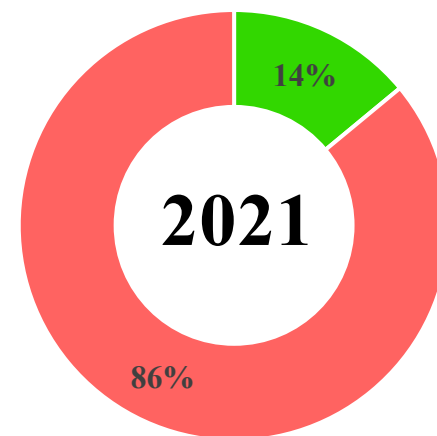
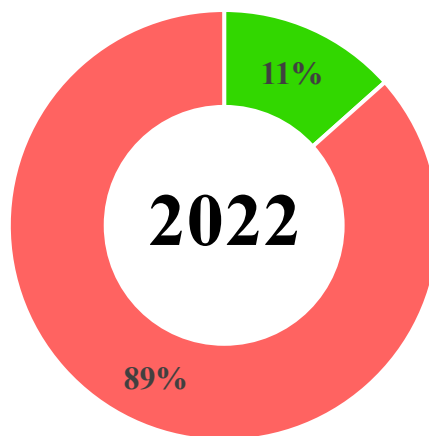
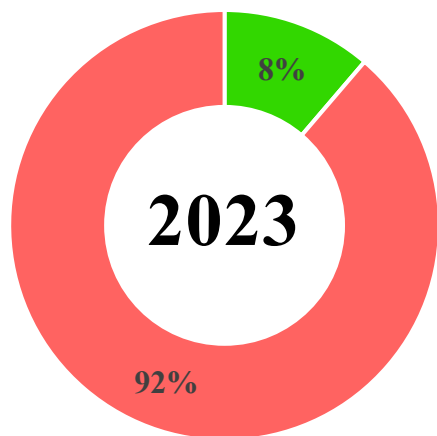
Il meccanismo di cooperazione europeo in concreto

- Il numero di notifiche FDI ricevute dagli Stati Membri è molto elevato: 1.563 nel 2021, 1.444 nel 2022 e 1.808 nel 2023.
- In media, circa 1 notifica su 3-4 è anche soggetta al meccanismo europeo di cooperazione (488 nel 2023, 423 nel 2022 e 414 nel 2021).
- 7 Stati Membri rappresentano circa l'85% delle notifiche soggette al meccanismo: Austria, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Romania e Spagna.



Il meccanismo di cooperazione europeo in concreto (2)

- La maggior parte (nel 2023, 92%) dei casi soggetti al meccanismo europeo di cooperazione si conclude nella c.d. “fase 1”, ossia senza che nè la Commissione nè gli Stati Membri intervengano in alcun modo.
- Solo in un limitato numero di casi, peraltro decrescente, si apre una “fase 2”, con richieste di informazioni supplementari.
- In un numero ancora inferior di casi, la Commissione emette pareri (3% nel 2021 e 2022, 2% nel 2023), o gli Stati Membri formulano commenti (6% nel 2023, 7% nel 2022).





Come potrebbe cambiare il meccanismo europeo di cooperazione



Riforma del Regolamento UE

- A gennaio 2024, la Commissione ha proposto una riforma del Regolamento UE
- A giugno 2025, il Consiglio ha finalizzato la sua posizione in materia
- Sono in corso i negoziati tra Consiglio, Commissione e Parlamento
- Le principali novità al momento sono le seguenti:

1

Obbligo per tutti gli Stati Membri di dotarsi di un regime FDI

2

Applicazione del Regolamento anche a investitori stabiliti nella UE (ma controllati extra-UE)

3

Obbligo di notifica e controllo per investimenti in determinati settori

4

Rafforzamento della cooperazione tra Stati Membri e Commissione (ma gli Stati rimangono ben padroni della materia)

5

Principio del *due process*: prima di adottare una decisione, l'investitore ha diritto a esserne informato

6

Controllo anche sugli investimenti *greenfield*

7

Esenzione per operazioni infragruppo o di salvataggio

8

(Limitati) poteri di iniziativa *ex officio* della Commissione e gli altri Stati Membri