

ROUNDTABLE:

Neue Herausforderungen in der Fusionskontrolle,
bei FDI und FSR –

Wie reagieren Unternehmen auf
die neuen Regelungen?

25. März 2026

F.A.Z. Tower,
Frankfurt am Main

Veranstalter:



Deutscher
AnwaltSpiegel



In Kooperation mit:





Deutscher AnwaltSpiegel – Roundtable am 25.03.2026

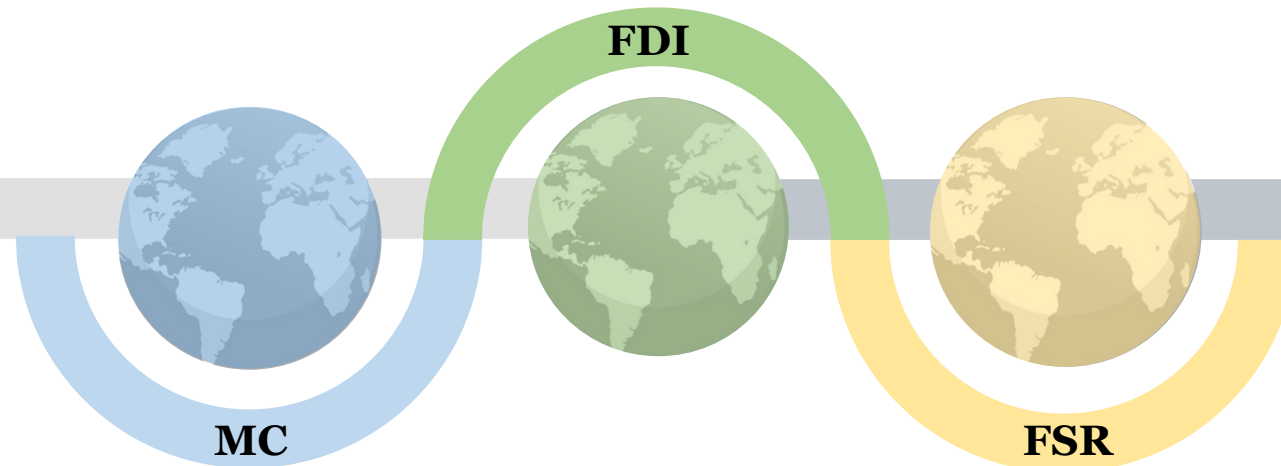
Neue Herausforderungen in der Fusionskontrolle, bei FDI und FSR –
Wie reagiert mein Unternehmen darauf?

Merger Control, FDI und FSR



Merger Control, FDI und FSR in Ihrer Transaktion

*Die entscheidende Frage bei vielen
Transaktionen ist heute nicht mehr nur,
ob der Deal **wirtschaftlich sinnvoll** –
sondern auch, ob er **regulatorisch
umsetzbar** ist.*



ROUNDTABLE: Neue Herausforderungen in der Fusionskontrolle, bei FDI und FSR



Glykeria Demataki

Head of Unit
FSR Directorate
Europäische Kommission (zugeschaltet aus Brüssel)



Maximilian Imgenberg

Policy Officer
DG Trade
Europäische Kommission (zugeschaltet aus Brüssel)



Maximilian Langer

Senior Economist
Copenhagen Economics



Julian Munder

Associate
Haver & Mailänder



Prof. Dr. Ulrich Schnelle, LL.M. (Illinois)

Partner
Haver & Mailänder



Elisabeth S. Wyrembek, LL.M. (London)

Partnerin
Haver & Mailänder



Marc Zedler

Deputy Head of Unit
DG COMPETITION
Europäische Kommission



Moderation

Prof. Dr. Thomas Wegerich

Herausgeber Deutscher AnwaltSpiegel

ROUNDTABLE: Merger Control



Elisabeth S. Wyrembek, LL.M. (London)

Partnerin
Haver & Mailänder



Marc Zedler

Deputy Head of Unit
DG COMPETITION
Europäische Kommission



Maximilian Langer

Senior Economist
Copenhagen Economics



Deutscher AnwaltSpiegel – Roundtable am 25.03.2026

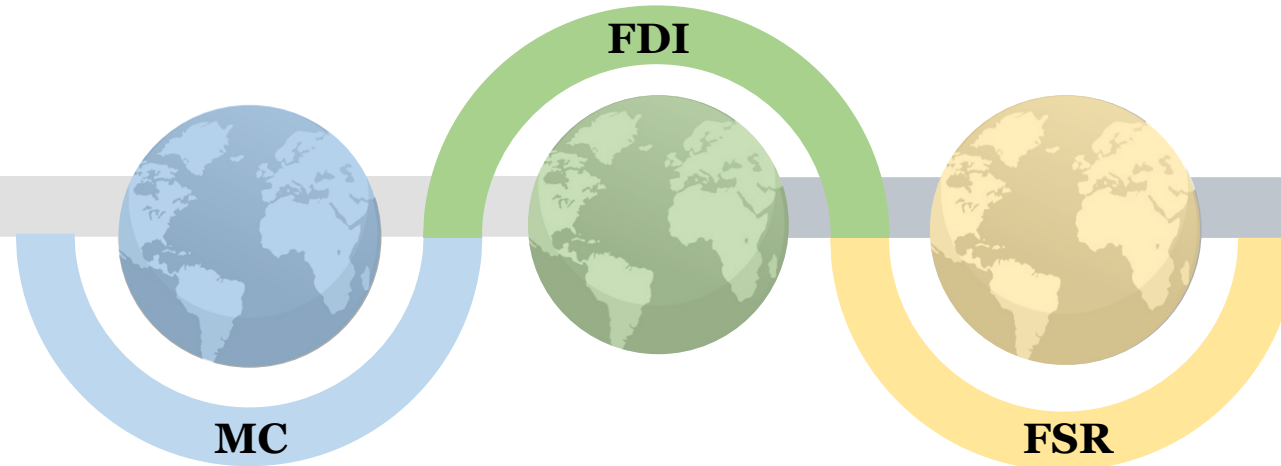
Neue Herausforderungen in der Fusionskontrolle, bei FDI und FSR –
Wie reagiert mein Unternehmen darauf?

Merger Control, FDI und FSR



Merger Control, FDI und FSR in Ihrer Transaktion

*Die entscheidende Frage bei vielen
Transaktionen ist heute nicht mehr nur,
ob der Deal **wirtschaftlich sinnvoll** –
sondern auch, ob er **regulatorisch
umsetzbar** ist.*



Merger Control



Merger Control: Agenda



Merger Control: Grundlagen

Wen betrifft MC?

- Inländische und ausländische Unternehmen,
- die an **Zusammenschluss** beteiligt sind, und
 - **Schwellenwerte** überschreiten:
 - Umsätze
 - Marktanteile
 - Assets
 - Transaktionsgröße
 - ❖ *Sonderfall: Transaktionen unterhalb der Schwellenwerte*

Was ist Ziel der Prüfung?

- Schutz des Wettbewerbs
- ↓
- Verhinderung von Zusammenschlüssen, die zu einer **erheblichen Behinderung wirksamen Wettbewerbs** – insbesondere durch die Begründung oder Verstärkung einer **marktbeherrschenden Stellung** führen.
- Significant Impediment to Effective Competition (SIEC)*

Was wird geprüft?

- Zentrale Elemente der behördlichen Prüfung
- Marktstruktur vor/nach Zusammenschluss
 - Marktdefinition
 - Marktanteile
 - Wettbewerber
 - Auswirkungen auf Preise Qualität und Innovation

Wer prüft?

- Wettbewerbsbehörden
- **EU:** Europäische Kommission
 - Nationale Behörden, z.B.
 - **Deutschland:** *Bundeskartellamt*
 - **UK:** *Competition and Markets Authority (CMA)*
 - **USA:** *Federal Trade Commission (FTC)* und *Antitrust Division of the Department of Justice (DOJ)*

Merger Control: Bedeutung für Ihre Transaktion

1. Unterliegt die Transaktion fusionskontrollrechtlichen Anmeldepflichten? Wenn ja, wo?

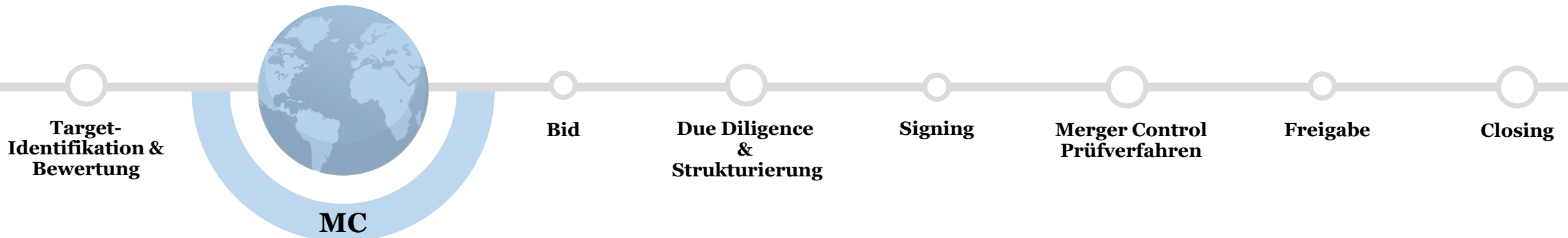
- Betroffene **Jurisdiktionen identifizieren**: Transaktion kann mehrere Anmeldungen weltweit erfordern.

2. Warum ist die Beachtung von Anmeldeerfordernissen so wichtig?

- Ohne Freigabe **kein Closing**.
- Ohne Anmeldung Verstoß gegen **Vollzugsverbot**.
 - hohe Bußgelder
 - Nichtigkeit / Rückabwicklung
 - Reputationsschaden

- **Merger Control kann Deal-Zeitplan stark beeinflussen.**

- *Daher: Von **hinten denken** (erfolgreiches Closing), von **vorne handeln** (präventive und frühzeitige Befassung mit Merger Control).*



Merger Control: Weltweit



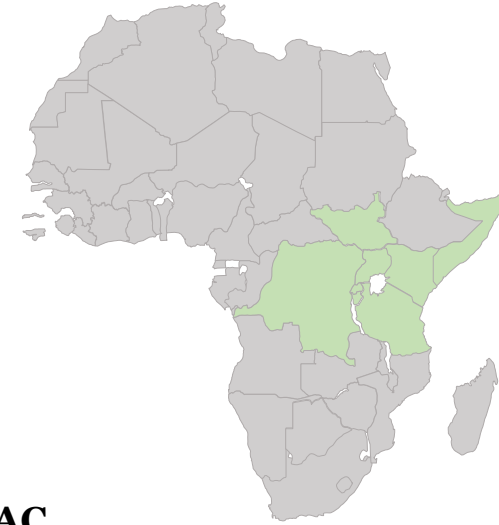
Merger Control: Aktuelle Entwicklungen

**Regionale
Wirtschaftsgemeinschaften**
“One stop shop”-Prinzip?



COMESA
Common Market for Eastern and Southern Africa

Ägypten, Äthiopien, [Burundi](#), [Demokratische Republik Kongo](#), Dschibuti, Eritrea, Eswatini, [Kenia](#), Komoren, Libyen, Madagaskar, Malawi, Mauritius, [Ruanda](#), Sambia, Seychellen, Simbabwe, [Somalia](#), Sudan, Tunesien und [Uganda](#).



EAC
East African Community

[Burundi](#), [Demokratische Republik Kongo](#), [Kenia](#), [Ruanda](#), [Somalia](#), Südsudan, Tansania und [Uganda](#).

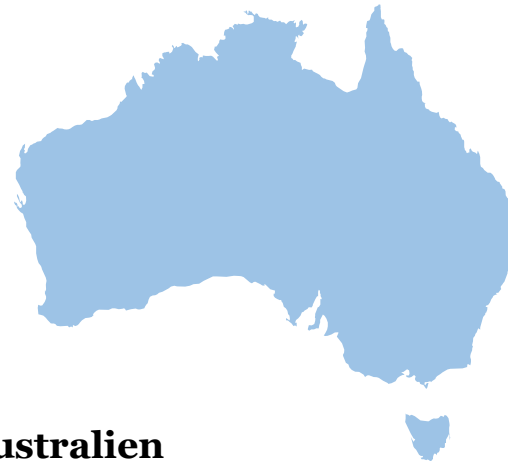
Merger Control: Aktuelle Entwicklungen



Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)

Brunei, Indonesien, Kambodscha, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippinen, Singapur, Thailand, Vietnam und Timor-Leste.

- ASEAN Community Vision 2025
- ASEAN Competition Action Plan (ACAP) 2026-2030



Australien

- Seit 01.01.2026: Verpflichtende Anmeldung statt freiwilligem System.
- Neu: Umsatz- und Transaktionsschwellen
- Januar bis März 2026: 106 Verfahren



Arabische Halbinsel

Saudi-Arabien, Jemen, Oman, Vereinigte Arabische Emirate, Katar, Kuwait und Bahrain.

Merger Control: Aktuelle Entwicklungen



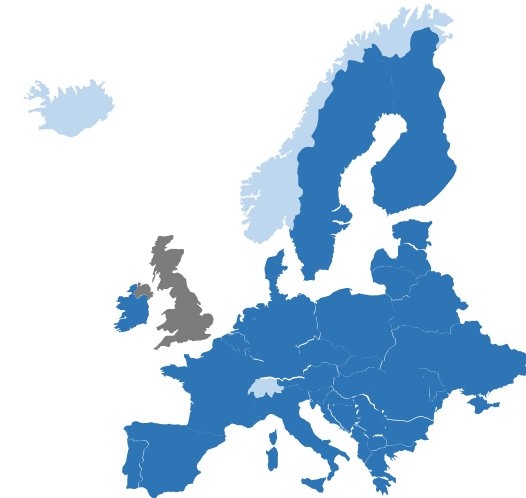
Vereinigte Staaten von Amerika

- **Seit Januar 2025:** Neue Regierung
- **Neue Leitung** der FTC (*Andrew Ferguson*) und DOJ Antitrust Division (*Omeed A. Assefi*)
- **Seit Februar 2025:** Neue HSR-Rules und Form
- **Februar 2025:** US-Bundesgericht erklärt neue HSR-Rules und Form wegen weitreichender Informationsanforderungen für ungültig.



Vereinigtes Königreich

- **Neue Leitung** der CMA (*Doug Gurr*)
- **Fokus:** Britische Regierung setzt auf Wachstum als zentrales politisches Ziel.
- **CMA's "4P"-Growth Mission:**
 - *Pace* (schnelles Handeln)
 - *Predictability* (klare Leitlinien)
 - *Proportionality* (gezielte Eingriffe)
 - *Process* (konstruktive Zusammenarbeit)



Europäische Union

- **Neue Wettbewerbskommissarin** der EU-Kommission (*Teresa Ribera –Executive Vice-President for a Clean, Just and Competitive Transition*)
- **Modernisierung** der EU-Wettbewerbspolitik
 - Entwurf neuer **Leitlinien für horizontale und vertikale Zusammenschlüsse**

Merger Control: Herausforderungen in der Praxis



Risiko für Deal Certainty: Unterschiedliche regionale Trends:

- Weltweite Anmeldungen bringen Gefahr abweichender behördlicher Entscheidungen mit sich
- Unterschiedliche Entscheidungen der EU-Kommission, CMA und FTC/DOJ in **drei Fällen**:
 - *Amazon/iRobot*
 - *Booking/eTraveli*
 - *Microsoft/Activision*
- Notwendigkeit global abgestimmter **Merger Control Strategie**



Risiko für Deal Certainty: Transaktionen unter Schwellenwerten

- Auf dem Radar: „**Killer Acquisitions**“
- **Call-In Rights** der EU-Mitgliedstaaten
- **Interventionen** der EU-Kommission trotz Nichterreichens der Schwellenwerte nach Art. 22 Fusionskontrollverordnung (FKVO)
 - EuGH-Rechtsprechung: *Illumina/Grail*
 - Italien: *NVIDIA/Run:ai*
- **Post-Closing-Kontrolle** durch Art. 102 AEUV:
EuGH-Rechtsprechung: *Towercast*

Merger Control: Key Takeaways für Ihre Transaktion



1. Strategische Notwendigkeit:

Merger Control ist zentraler Bestandteil jeder M&A-Transaktion.

2. Frühzeitige Analyse:

Merger Control bereits vor Signing prüfen.

3. Realistische Timelines:

Behörden prüfen mehr und tiefer; regulatorische Freigaben können mehrere Monate dauern.

4. Frühzeitige Datenaufbereitung

Relevante Marktdefinitionen, Wettbewerber und Marktanteile frühzeitig analysieren.

5. Frühzeitige Regulatory Strategy:

Kartellrechtliche Anforderungen können die Dealstruktur maßgeblich beeinflussen. Freigaben können unter Bedingungen stehen. Mögliche Auflagen früh antizipieren.

FUSIONSKONTROLLE

NEUE HERAUSFORDERUNGEN AUS
ÖKONOMISCHER PERSPEKTIVE



Investment and innovation are key drivers of productivity growth. It is therefore sensible to investigate how the consideration of dynamic merger effects can affect positively or negatively investment, innovation and productivity, to the ultimate benefit of consumers. [...] The results of the study will contribute to identify those areas in which the Commission's enforcement practice in merger control could potentially be updated.

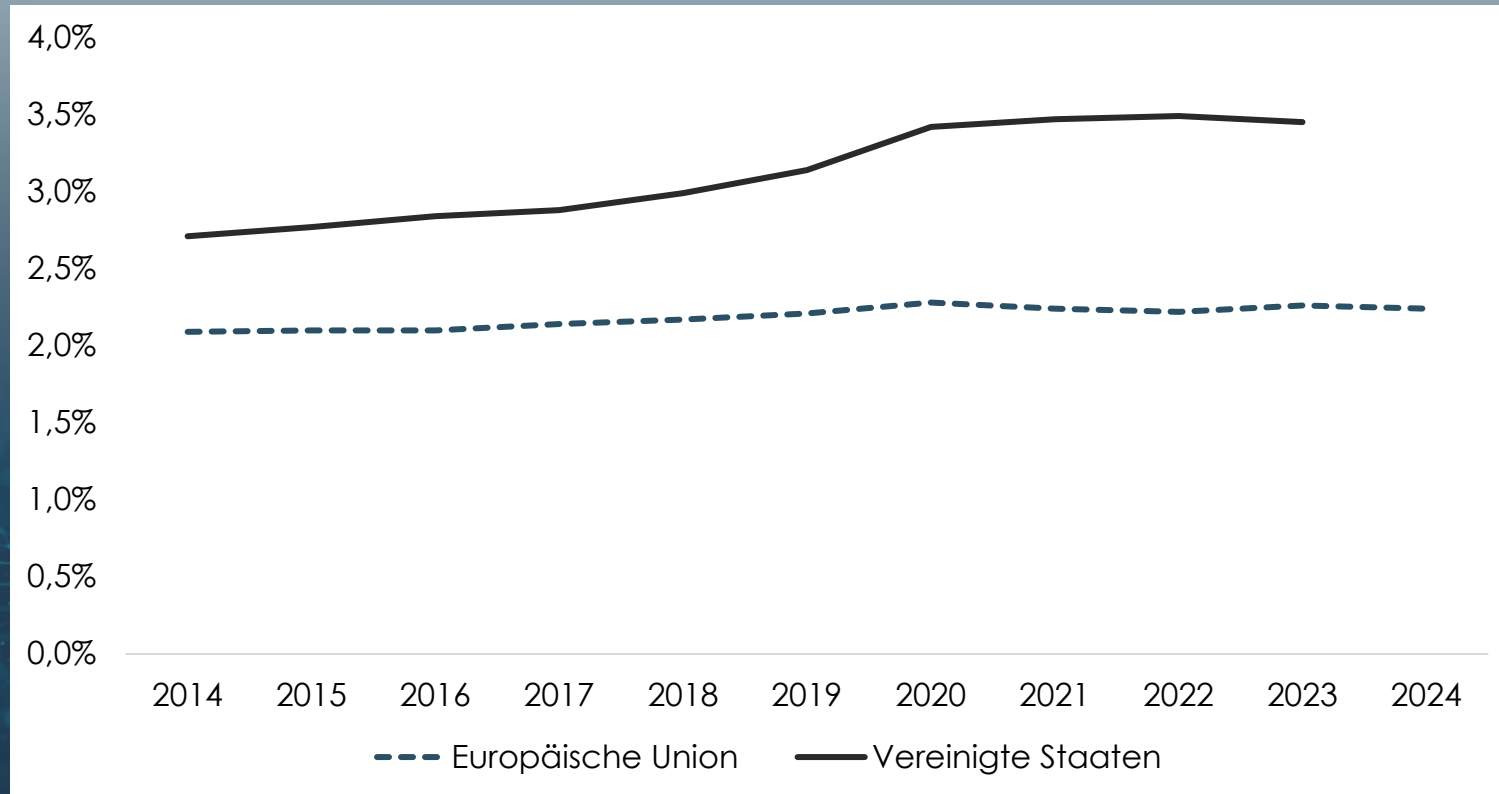
Quelle: European Commission - Call for tenders EC-COMP/2025/OP/0003, S.5.



Die komplexen Auswirkungen von Zusammenschlüssen auf Investitionen und, insbesondere, auf Innovationen sollten von Anfang an stärker analysiert und bei der Entscheidung berücksichtigt werden – sowohl auf Ebene der Wettbewerbsbeschränkung als auch auf Ebene der Effizienzverteidigung.

Europas Investitionen hinken denen der Vereinigten Staaten hinterher

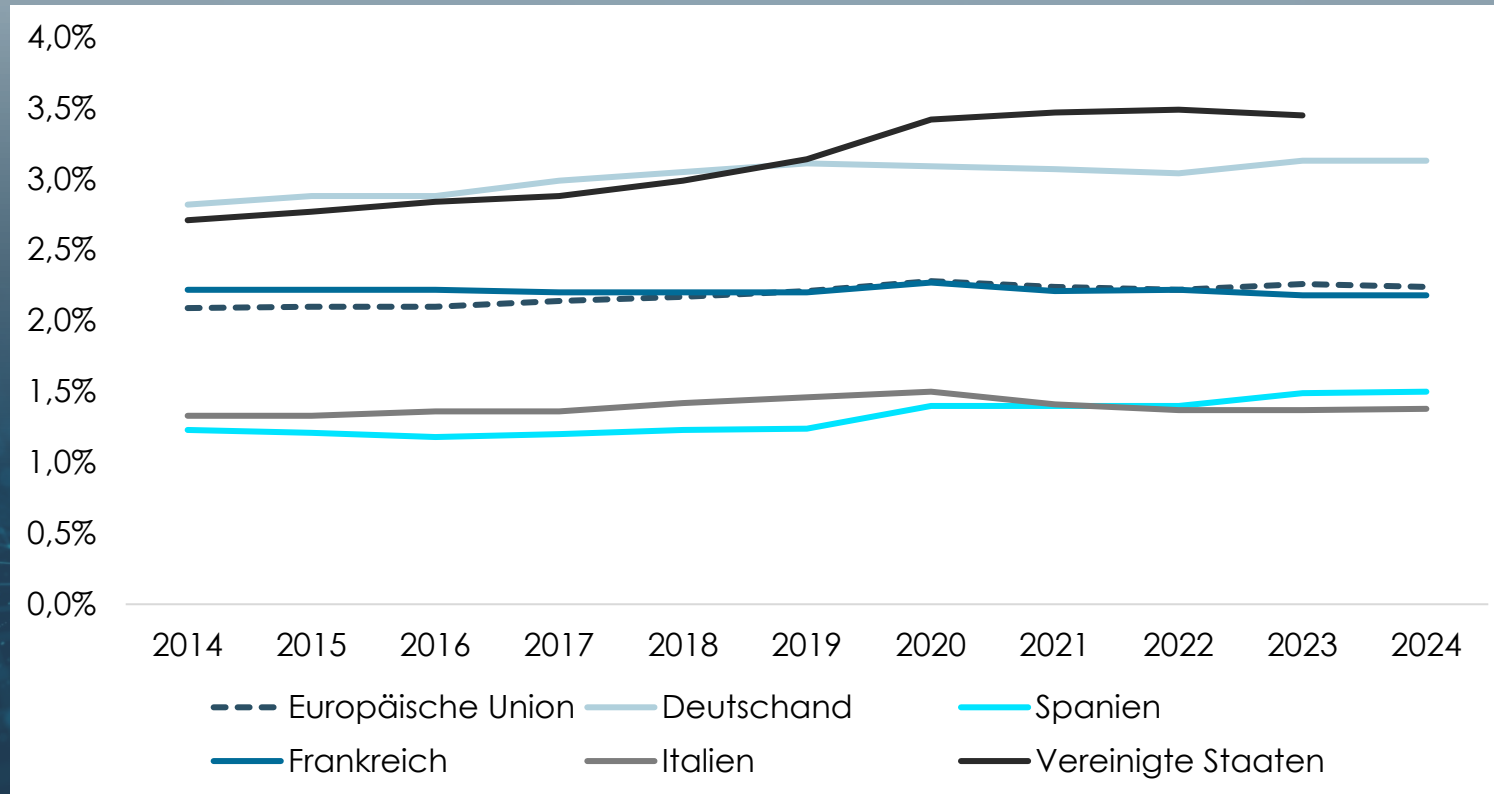
Bruttoausgaben für Forschung & Entwicklung, als Prozentsatz des BIP



Quelle: Eurostat, OECD, Bruttoausgaben für FuE nach Leistungssektor.

Europas Investitionen hinken denen der Vereinigten Staaten hinterher, aber nicht einheitlich

Bruttoausgaben für Forschung & Entwicklung, als Prozentsatz des BIP



Quelle: Eurostat, OECD, Bruttoausgaben für FuE nach Leistungssektor.

Die Rolle von Investitionen und Innovationen

Hindert die Fusionskontrolle Unternehmen daran, zu investieren?

Führt eine zu laxen Fusionskontrolle zu übermächtigen Unternehmen, welche nicht genug investieren?

Die Fusionskontrolle besteht im Spannungsfeld verschiedener Theorien.

Verschiedene Mechanismen fördern Investitionen



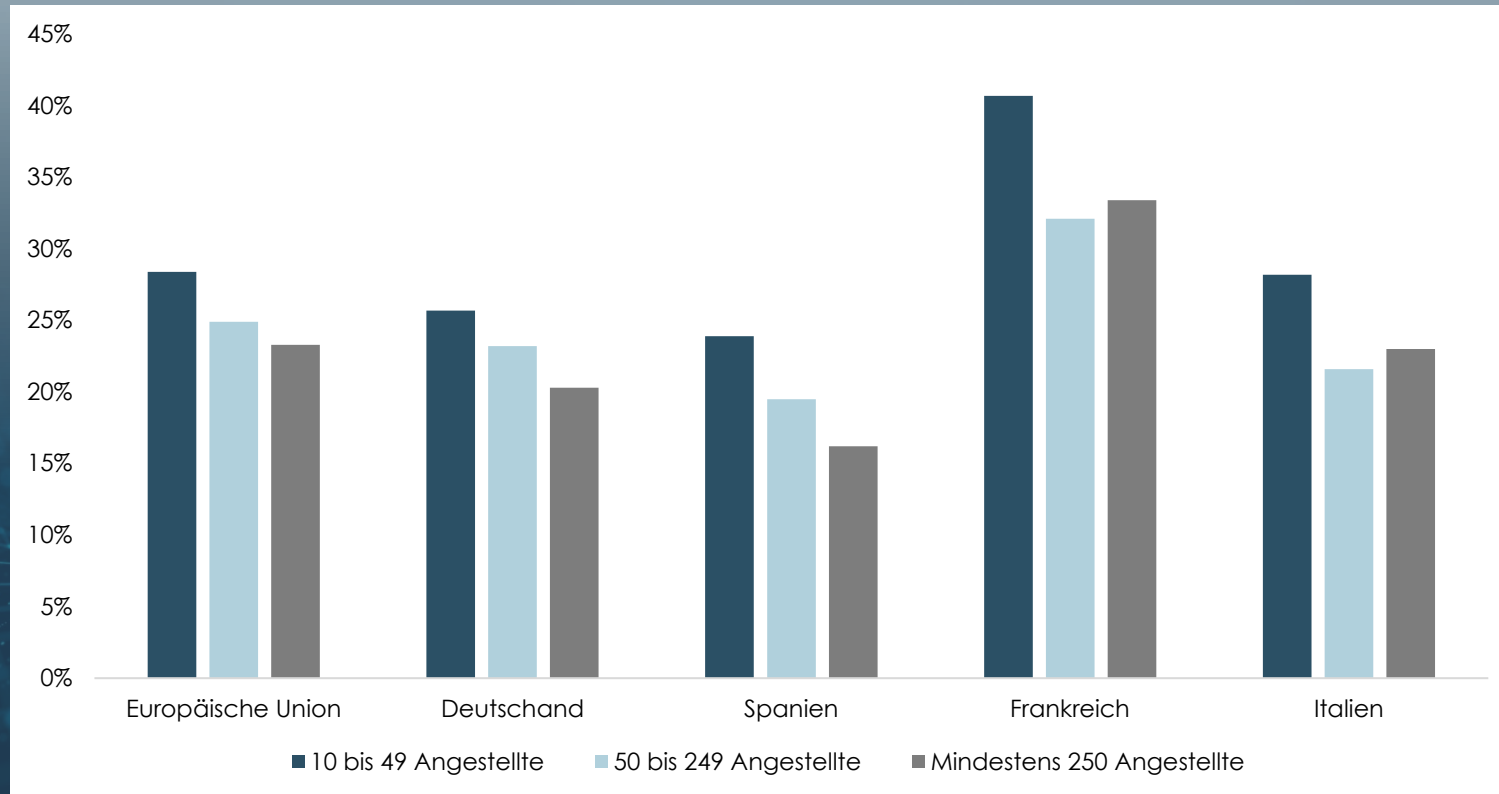
Die Transaktion ermöglicht einen *erwünschten* Wissensaustausch, besonders in F&E, durch den Investitionen profitabler werden.

Die Transaktion unterbindet *unerwünschten* Wissensaustausch: Die Erträge von Investitionen bleiben im Unternehmen.

Die Transaktion erlaubt günstigeren Zugriff auf Kapital, u.a. da Risiken diversifiziert werden.

Kleineren Unternehmen mangelt es häufiger an Ressourcen

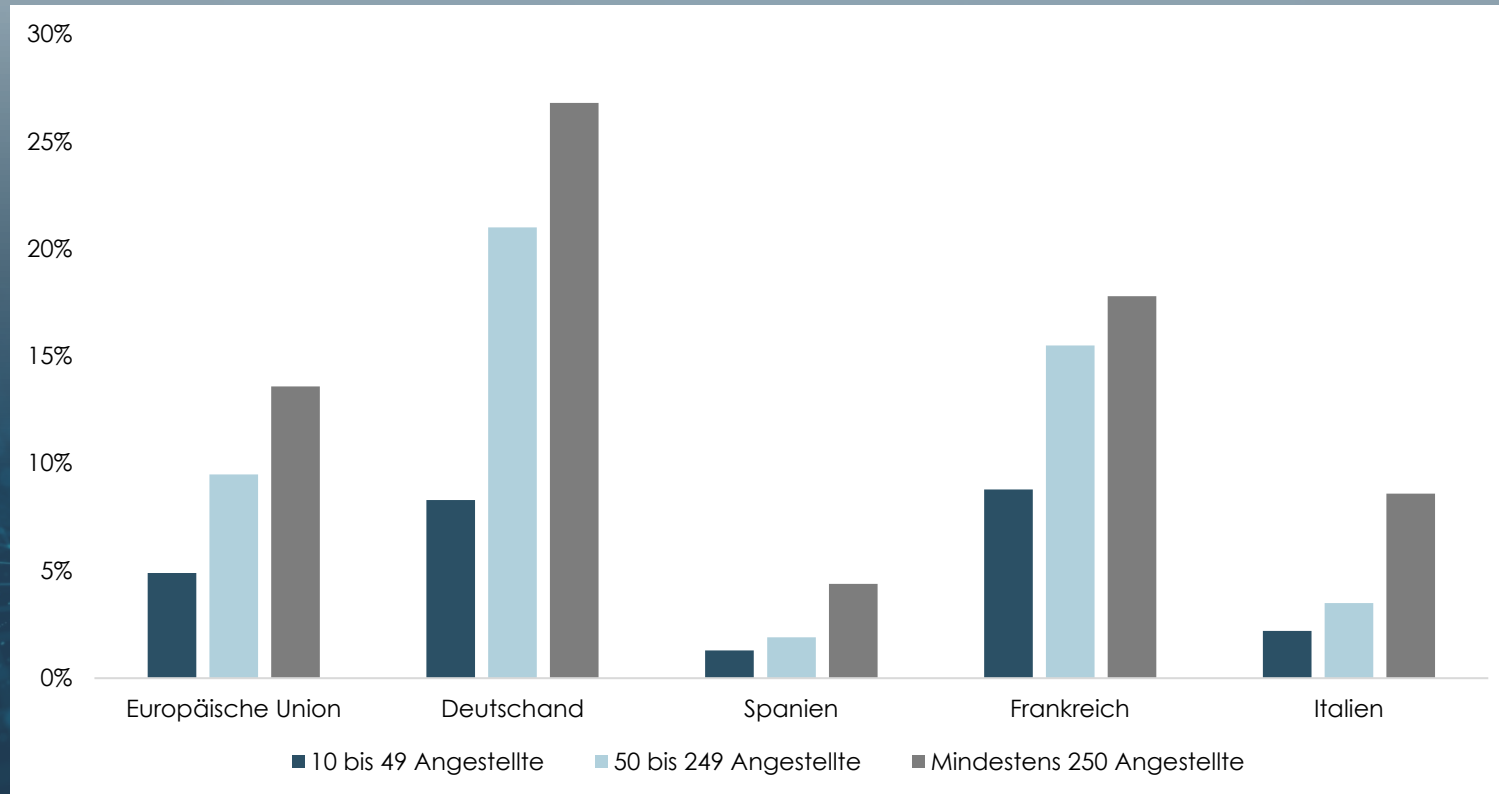
Anteil der Unternehmen, die aufgrund von Ressourcenknappheit nicht "mehr Innovationsfördernde Aktivitäten" verfolgen



Quelle: Eurostat, CIS 2022 Umfrage.

Kleinere Unternehmen haben seltener Zugriff auf Eigenkapitalfinanzierung

Anteil der Unternehmen, die Zugang zu „Finanzierung durch Beteiligungen“ haben



Quelle: Eurostat, CIS 2022 Umfrage.

Einordnung in rechtlichen Rahmen



Wettbewerbsbehörden wägen gestiegene Marktmacht mit Effizienzen ab: erhöhte Investitionen in Innovationen/ Qualitätserhöhungen können als Effizienzen angesehen werden.



Eine zentrale Frage lautet: wie lassen sich langfristige, ungewisse Vorteile von Investitionen mit kurzfristig gesteigener Marktmacht vergleichen?



Zwei Bedingung für Transaktionsspezifität: 1) Investitionen müssen nach Transaktion rentabler sein als der Status Quo. 2) Investitionen müssen ohne die Transaktion, d.h. für die eigenständigen Unternehmen, nicht offensichtlich rentabel sein.

Der Sachverhalt bleibt zentral

Investitionsanreize müssen erklärt werden: Forschung zeigt, dass Größe nicht zwangsläufig zu mehr Investitionen und Innovation führt.

Größenvorteile können angeführt werden, wenn sie eine klare Grundlage haben: z.B. Netzwerke, Fixkosten, ggf. Kapitalkosten.

Leitlinien können zulässige Evidenz (Roadmaps, Pipeline-Analysen, interne Budgets, gemeinsame Business-Pläne, quantitative Analysen) definieren.

Dynamische Märkte im Fokus



Besonderer Fokus liegt auf Branchen, die von technologischen Umbrüchen und neuen Geschäftsmodellen getrieben werden: Unsicherheit ist hoch.

Transparenter Umgang mit unterschiedlichen Szenarien kann für das Vertrauen in Fusionskontrolle entscheidend sein.

Erhöhte Unsicherheit steht nicht im Gegensatz zu evidenzbasierten Abwägungen.

Zusammenfassung

Die Planungssicherheit von Investitionen entscheidet mit, wie attraktiv ob Europa als Standort sein wird.

Investitionen und Innovation sind keine Gegensätze zur Fusionskontrolle.

Die Reform der Leitlinien ist eine Chance, die Fusionskontrolle noch stärker auf eine evidenzbasierte Basis zu stellen.

Hard facts. Clear stories.

About Copenhagen Economics

Copenhagen Economics is an expert-driven consulting company built on a deep knowledge of applied economics, and one of the leading economics firms in Europe. Founded in 2000, we currently employ more than 80 staff operating from our offices in Brussels, Copenhagen, Helsinki, and Stockholm.

[Learn more about our services.](#)

www.copenhageneconomics.com

ROUNDTABLE: Foreign Direct Investment (FDI)



Prof. Dr. Ulrich Schnelle, LL.M. (Illinois)

Partner
Haver & Mailänder



Julian Munder

Associate
Haver & Mailänder



Maximilian Imgenberg

Policy Officer
DG Trade
Europäische Kommission (zugeschaltet aus Brüssel)

FDI (Foreign Direct Investment)





FDI: Agenda



FDI: Grundlagen


Wen betrifft FDI?


 Ausländischer Investor
↓
 Nationales Unternehmen

Foreign =
i.d.R. Nicht-EU, teilweise aber
auch EU-Investoren, jedenfalls
in hochkritischen Sektoren

Größe des Zielunternehmens
in der Regel nicht
entscheidend


Was ist Ziel der Prüfung?


 Nationale Sicherheit

 Öffentliche Ordnung

Teilweise auch
industriepolitische
Erwägungen

Wer prüft?

 Nationale Regierung






 Ministerien
(z. B. Wirtschaft, Inneres)

Politische Dimension

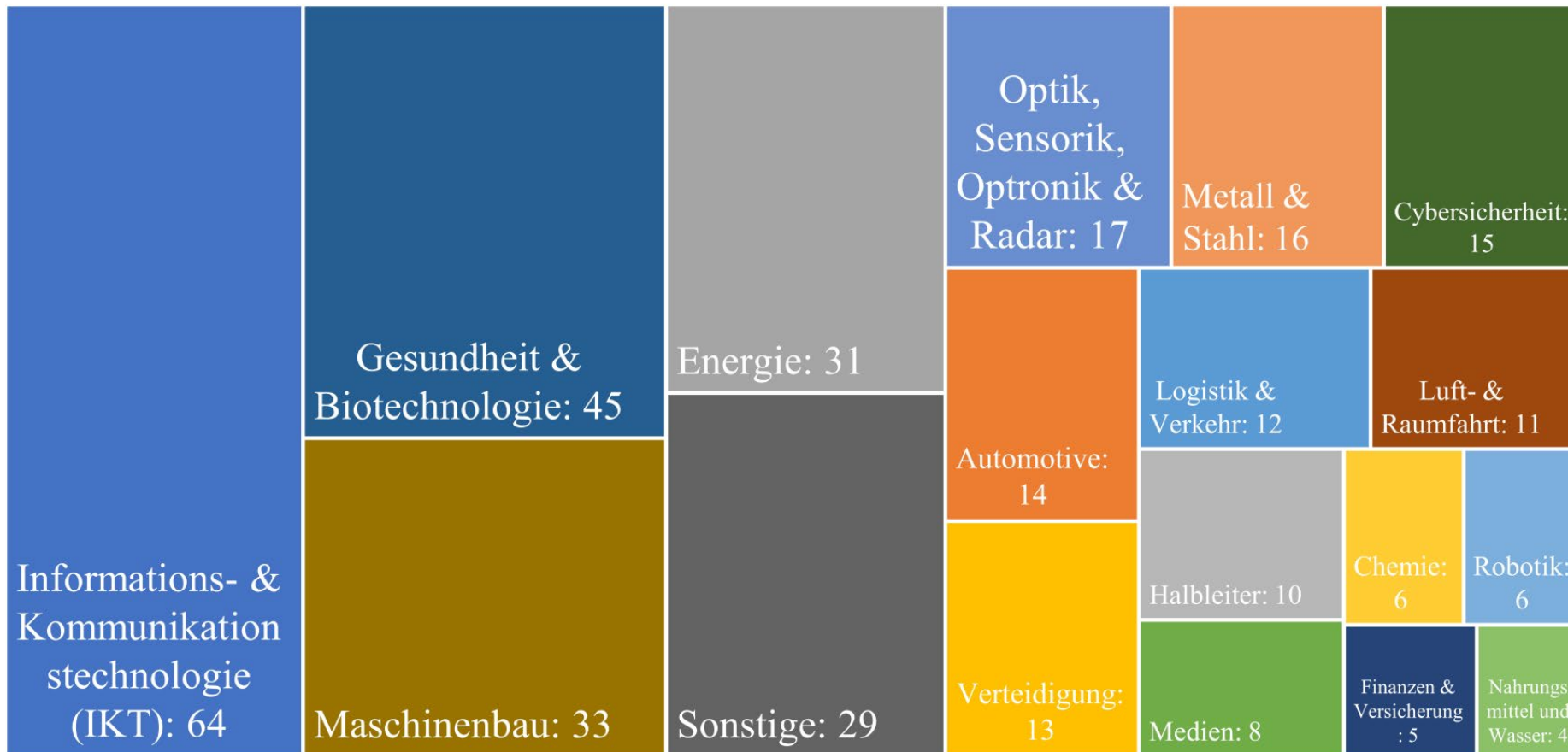
Was wird geprüft?

Schon ab Erwerb von 10%
der Anteile

Sektoren z.B.:

 Verteidigung
 Infrastruktur
 Telekommunikation
 IT / Daten
 Lebensmittel

FDI: Branchen/Sektoren der deutschen Zielunternehmen bei Verfahren mit Eingang 2025

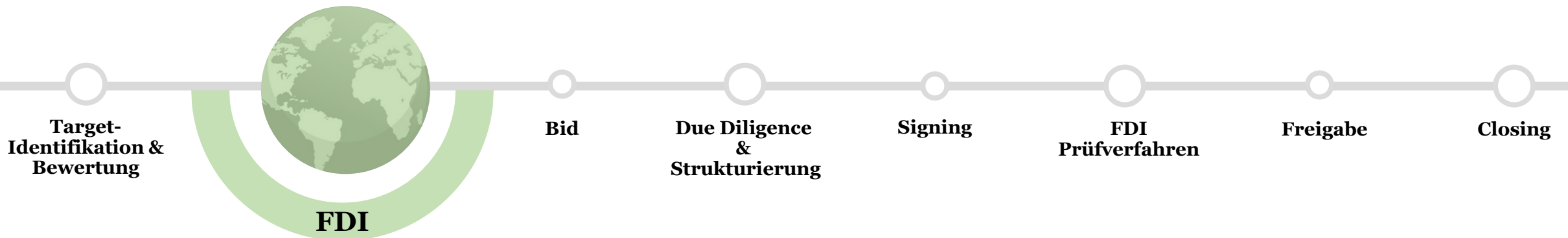


Quelle: BMW, Investitionsprüfung in Deutschland: Zahlen und Fakten, Stand 15.01.2026.

FDI: Bedeutung für Ihre Transaktion

1. Unterliegt die Transaktion FDI-Anmeldepflichten? Wenn ja, wo?

2. Warum ist die Beachtung von Anmeldeerfordernissen so wichtig?



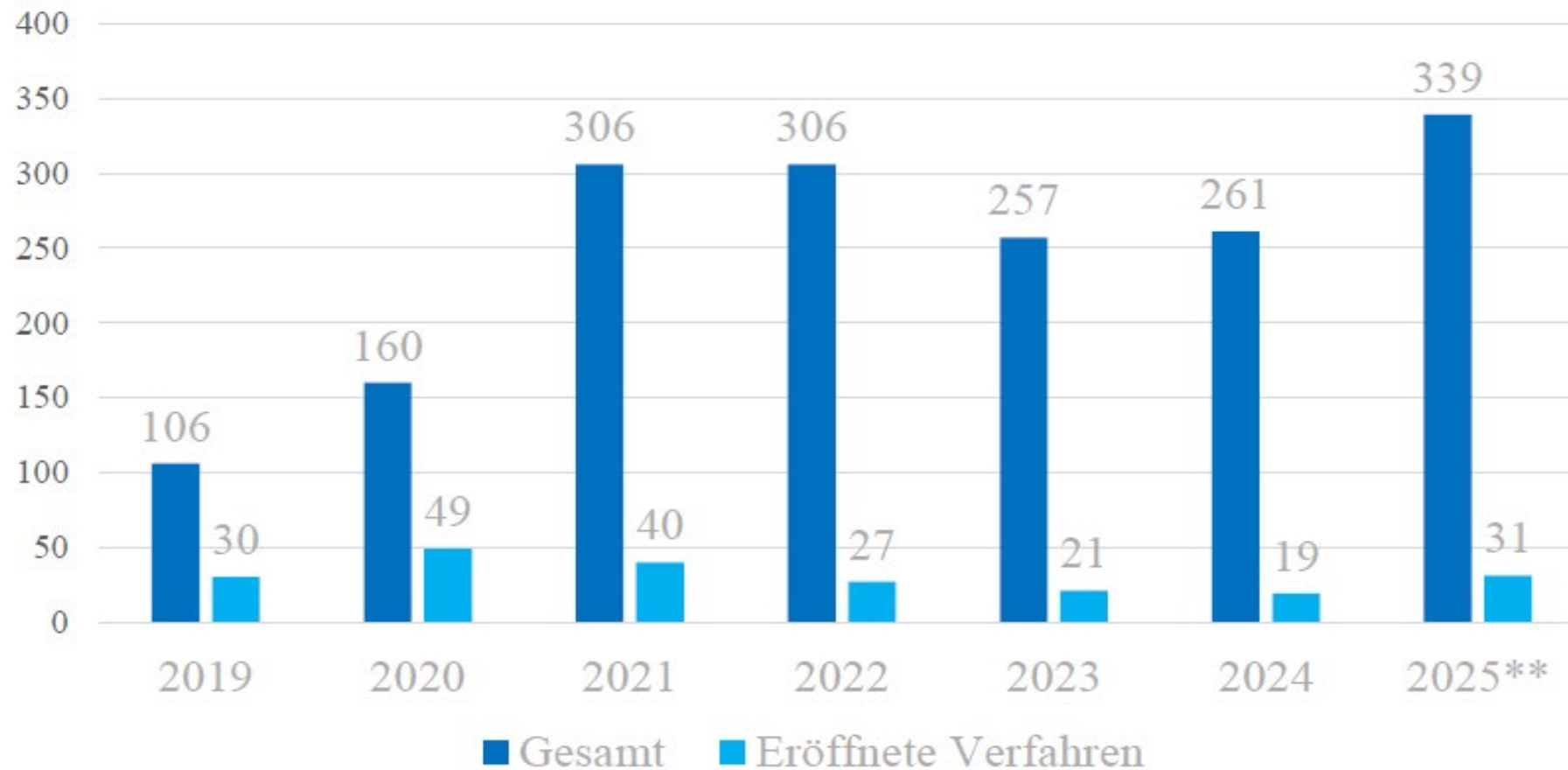
FDI: Globaler Trend



Geopolitisch komplexe Gesamtlage

- Sicherheitsinteressen stärker im Vordergrund
- Nicht nur in traditionell kritischen Sektoren

FDI: Entwicklung der Fallzahlen in Deutschland



Quelle: BMW, Investitionsprüfung in Deutschland: Zahlen und Fakten, Stand 15.01.2026.

** 45 Verfahren mit Eingang 2025 noch nicht abgeschlossen.

FDI: Weltweit

2020/2021
826 Verfahren
2025
1138 Verfahren



2020
313 Verfahren
2025
325 Verfahren

2022/2023
865 Verfahren
2025
1143 Verfahren



2020
160 Verfahren
2025
339 Verfahren



2020
250 Verfahren
2024
392 Verfahren



2020
342 Verfahren
2025
835 Verfahren

FDI: Globaler Trend und aktuelle Entwicklungen



Geopolitisch komplexe Gesamtlage

- Sicherheitsinteressen stärker im Vordergrund
- Nicht nur in traditionell kritischen Sektoren



FDI-VO

- Dezember 2025 politische Einigung
- Inkrafttreten voraussichtlich Ende 2027/Anfang 2028
- U.a. verpflichtende Prüfsektoren und verbesserter EU-Kooperationsmechanismus



Investitionsprüfgesetz (IPG)

- Bisher FDI in mehreren Gesetzen verteilt
- Konsolidierung in einem Gesetz
- Umsetzung der Vorgaben der neuen FDI-VO
- Entwurf für 2026 vorgesehen



Industrial Accelerator Act “Buy European”-VO

- Entwurf März 2026 vorgestellt
- U.a. neues Instrument der Investitionskontrolle
- Politisch umstritten, finale Fassung bleibt abzuwarten



Outbound Investment

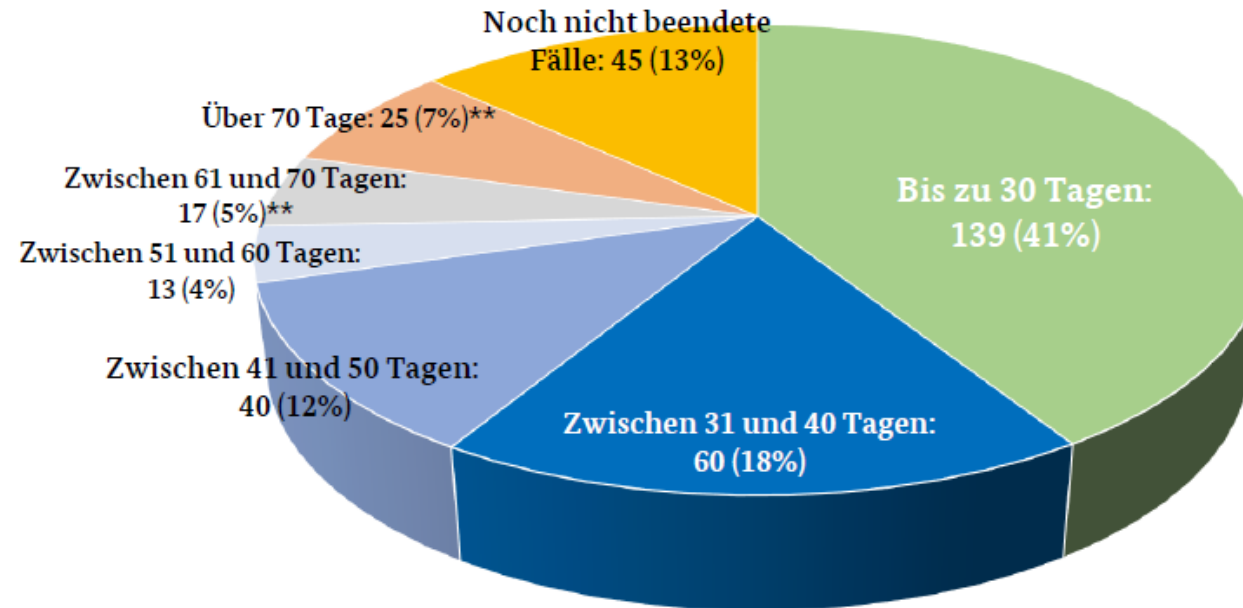
- Gefahr des Abflusses von Technologie (Halbleiter, KI, Quantentechnologie)
- Erhebung einer Datengrundlage
- Mitte Juni 2026 Bericht der Mitgliedstaaten

FDI: Herausforderungen in der Praxis

- ⚠ Geringe Orientierung durch behördliche Leitlinien → Vorsichtsanmeldungen
- ⚠ Unterschiedliche Rechtslagen in den Mitgliedstaaten
- ⚠ Fehlende Ausnahmen für interne Restrukturierungen führen zu doppelten Anmeldepflichten
- ⚠ Teilweise weitreichende Abhilfemaßnahmen, erschweren Post-Closing Pläne
- ⚠ Zusätzliche Zeitschiene im Transaktionsprozess, z.B in Deutschland: Phase 1 (2 Monate) und Phase 2 (4 Monate, verlängerbar)



FDI: Dauer von Investitionsprüfungen in Deutschland



Quelle: BMWF, Investitionsprüfung in Deutschland: Zahlen und Fakten, Stand 15.01.2026.

** In insgesamt 11 Fällen aus 2025 wurde in Phase I einvernehmlich die Frist verlängert und das Verfahren dann in Phase I beendet.

FDI: Key Takeaways für Ihre Transaktion



1. Strategische Notwendigkeit:

FDI ist heute zentraler Bestandteil jeder M&A-Transaktion.

2. Frühzeitige Analyse:

FDI bereits vor Signing prüfen; nationale Besonderheiten beachten.

3. Realistische Timelines:

Behörden prüfen mehr und tiefer; regulatorische Freigaben können mehrere Monate dauern.

4. Frühzeitige Datenaufbereitung

Unternehmensaktivitäten strukturiert und detailliert analysieren.

5. Frühzeitige Regulatory Strategy:

Freigaben können unter Bedingungen stehen. Mögliche Auflagen früh antizipieren, da sie die unternehmerische Flexibilität erheblich einschränken können.

ROUNDTABLE: Foreign Subsidies Regulation (FSR)



Prof. Dr. Ulrich Schnelle, LL.M. (Illinois)

Partner
Haver & Mailänder



Glykeria Demataki

Head of Unit
FSR Directorate
Europäische Kommission (zugeschaltet aus Brüssel)



Maximilian Langer

Senior Economist
Copenhagen Economics

FSR (Foreign Subsidies Regulation)



FSR: Agenda



FSR (Foreign Subsidies Regulation): Background



EU and national State Aid Law:

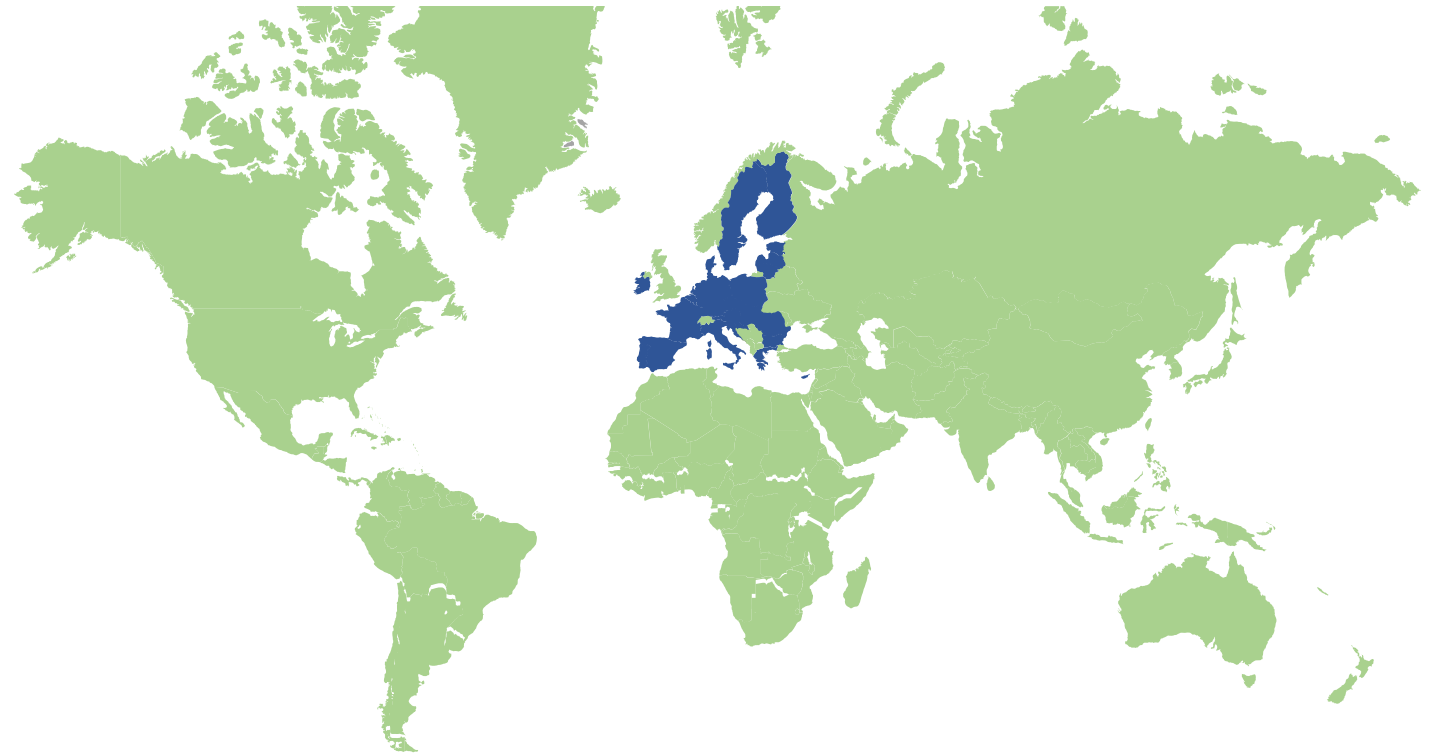
Aiming to prevent distortions of internal market through EU Member State state aid measures



FSR (Reg. (EU) 2022/2560), entry into full effect on 13 July 2023:

Aiming to prevent distortions through subsidies from third countries

Starting from 2023: 247 cases



FSR: Scope of Application

Who and what is affected by FSR?

Companies receiving financial contributions from **non-EU** countries.

- Public procurement bids
 - M&A transactions

What is assessed?

Unfair competitive advantage from third-country subsidies in the EU internal market

What is the threshold?

For M&A transactions:

1. **EUR 500 million** turnover of the target in the EU
2. Combined **EUR 50 million** financial contributions to acquirer and target from non-EU countries in the **three years** preceding the transaction

Who reviews?

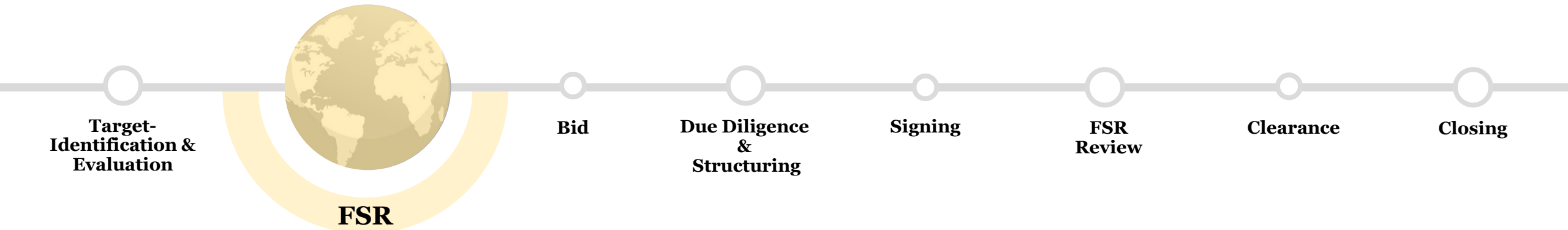
European Commission

- Upon notification by the parties
- Ex officio review

FSR: Implications for your transaction

1. Is the transaction subject to Foreign Subsidies Regulation (FSR) filing requirements?

2. Why is compliance with filing requirements so important?



FSR: Scope of Application

What is a “foreign financial contribution” (FFC)?

Very broad definition of the term:

e.g. covering the provision or purchase of goods or services (at arm’s length) to or from central government, local authorities, state-controlled companies, etc.

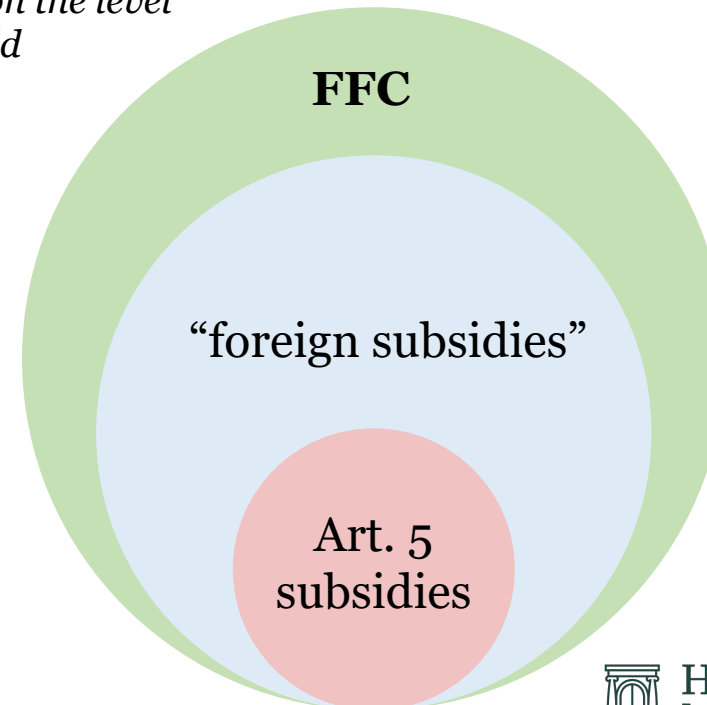
What is a “foreign subsidy”?

= FFC that actually or potentially distort competition.

→ *negative impact on the level playing field*

What is a “Art. 5” foreign subsidy?

= most likely to distort the internal market.



FSR: Distortion of the EU internal market

European Commission's Review

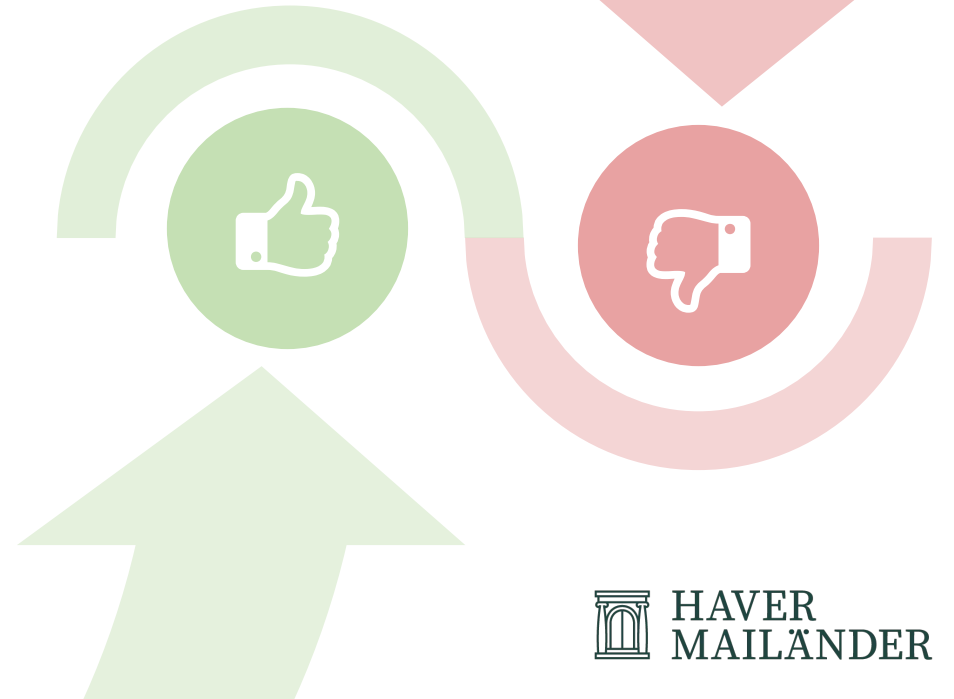
Distortion of the EU internal market has to be determined based on the **specific circumstances** of the case.

- effect on undertaking's behaviour
- interference with competitive effects in the market

Distortion is **highly likely** in the case of **Art. 5** FSR-subsidies (but companies can prove the opposite), e.g. unlimited guarantee, a foreign subsidy facilitating a concentration.

Balancing Test

Negative distortions can be balanced with positive effects in line with the **EU's broader policy goals**.



FSR: Challenges for undertakings in practice



Maintain up-to-date overview of all **third-country** financial contributions over the past **three years** categorized by:

- a) „mere“ financial contributions,
- b) foreign subsidies, and
- c) foreign subsidies most likely to distort the internal market (Art. 5 FSR)



Additional filing procedure (often alongside merger control and FDI)

→ increases effort and may extend the transaction timeline:

- Pre-notification
- Phase 1: 25 working days
- Phase 2: 90 working days (with possible extensions)



FSR: Status and Outlook

2025:

Two landmark cases

- e& PPF
- ADNOC/Covestro

January 2026:

European Commission's Guidelines

- Criteria for determining a distortion of the internal market, **Art. 4 FSR**
 - Targeted and non-targeted subsidies
 - Subsidies that are generally not suitable for improving competitive position, e.g. disaster relief, de minimis
 - Subsidies affect competitive dynamics
- Application of the balancing test, **Art. 6 FSR**
 - Weighing negative and positive effects: Positive effects e.g. higher social standards
- Application of the power to **call-in** certain transactions
 - Notification even if thresholds are not met
 - E.g. numerous M&A transactions below the thresholds
 - Relevant subsidies under Art. 5 FSR
- Guidelines = **Soft-law**


FSR: Status and Outlook



February 2026:
European Commission's Summary Report
on the public consultation on the FSR Review Report

Key points of criticism

- Notification thresholds for M&A transactions too low.
- Concept of FFC too broad.
- Framework for determining distortions under Art. 4 too vague.
- Lack of comprehensible criteria for how the indicators are weighted.
- Balancing test under Art. 6 is non-transparent and unpredictable.



July 2026:
FSR Review Report due

- Fundamental reforms or changes?
- New thresholds?
- Proposal of German government to fundamentally restructure FSR: no notification, only call-in right.

FSR: Key Takeaways for your transaction



1. Strategic imperative:

FSR is essential in M&A transactions.

2. Early assessment:

Continuous analysis of FFC within the buyer.

3. Preparation:

Identification and evaluation of potentially distortive subsidies.

FAZ Roundtable – 25 March 2026

FSR – 25 March 2026

Glykeria Demataki – DG COMP – Directorate on Foreign Subsidies, K.3

*The content of this presentation does not reflect the official opinion of the European Commission.
Responsibility for the information and views expressed in and during this presentation lies entirely with
the author*



What is the Commission's own assessment of the functioning of the FSR and in particular the "M&A Tool"?

Aim

To provide for a comprehensive review of foreign subsidies and to review foreign subsidies that may undermine the level playing field in the EU's internal market

An important work stream of the FSR is the M&A module

Three principles

- **Transparency:** Companies to provide **detailed information**
- **Guidance:** **Our website (Q&A)** : procedural, jurisdictional, implementation and practical issues
FSR policy briefs
Clarifications on distortion and balancing in July 2024
Guidelines on distortion, balancing and ad hoc notifications in January 2026
The **first review report** by July 2026
Templates (power of attorney, case team allocation request, notification forms)
- **Encouraged cooperation:** at the **pre-notification** stage so that the review process is effective and efficient

Challenges

- **Complexity:** concepts are new and do not match either merger control, antitrust or State aid
- **Uncertainty:** on the methodology and content of the review
- **Cooperation:** to be seen as an opportunity for companies to engage constructively with the review process



- What is the Commission's own assessment of the functioning of the FSR and in particular the "M&A Tool"? *Cont'd*

Practice so far in the function of the Tool

The data:

- More than 285 pre-notifications and Case team allocation requests
- More than 235 notified cases
- More than 225 cases closed (including 14 cases closed during the pre-notification phase)
- 2 cases are under Monitoring of Commitments
 - Cases in a variety of sectors, frequent acquirers: investment funds
 - Large majority of cases also notifiable under EUMR, and also a few under national merger review
 - Roughly 1/3 of the cases are subject to at least one national FDI procedure
 - Consistent and good flow of communication with notifying parties

Take aways

- Multi pronged action
 - Sectors and issues
- Work streams
 - Individual cases, doctrine and enforcement



What was the major purpose of issuing the Guidelines on the application of certain provisions of the FSR? How do you think will the Guidelines help the undertakings which have to make an FSR filing?

Purpose of the FSR Guidelines

The FSR Guidelines were adopted on 9 January 2026, bringing further **predictability** and ensuring **transparency** for companies on several new concepts

Clarification of several new concepts

- The assessment of **distortions** (Article 4(1) FSR) via **two steps**:
 - Strengthening the company's competitive position in the EU
 - Subsidy liable to alter the company's competitive behaviour and market dynamics
- The assessment of **distortions** specifically in public procurement procedures (Article 27 FSR):
 - whether the economic operator used the foreign subsidy in designing its bid
 - And whether the submitted bid is unduly advantageous
- The **balancing test** (Article 6 FSR), weighing the negative effects of a distortive foreign subsidy against any possible positive effects



What was the major purpose of issuing the Guidelines on the application of certain provisions of the FSR? How do you think will the Guidelines help the undertakings which have to make an FSR filing? *Cont'd*

- Use of **call-in mechanism for concentrations and public procurement procedures (Articles 21(5) and 29(8) FSR)**:
 - Conditions to be met, e.g. suspicion of foreign subsidies, not implementation
 - Factors to consider, e.g. strategic economic activity, possibility of a distortion
 - Safe harbors: low-value public procurement procedures, subsidies below EUR 4 million, subsidies addressing certain extraordinary circumstances

Commission Staff Working Document

To be published **by April 2026**, describing how the FSR Guidelines achieve their objectives and presenting the main views submitted by stakeholders

How predictability and transparency can help the undertakings?

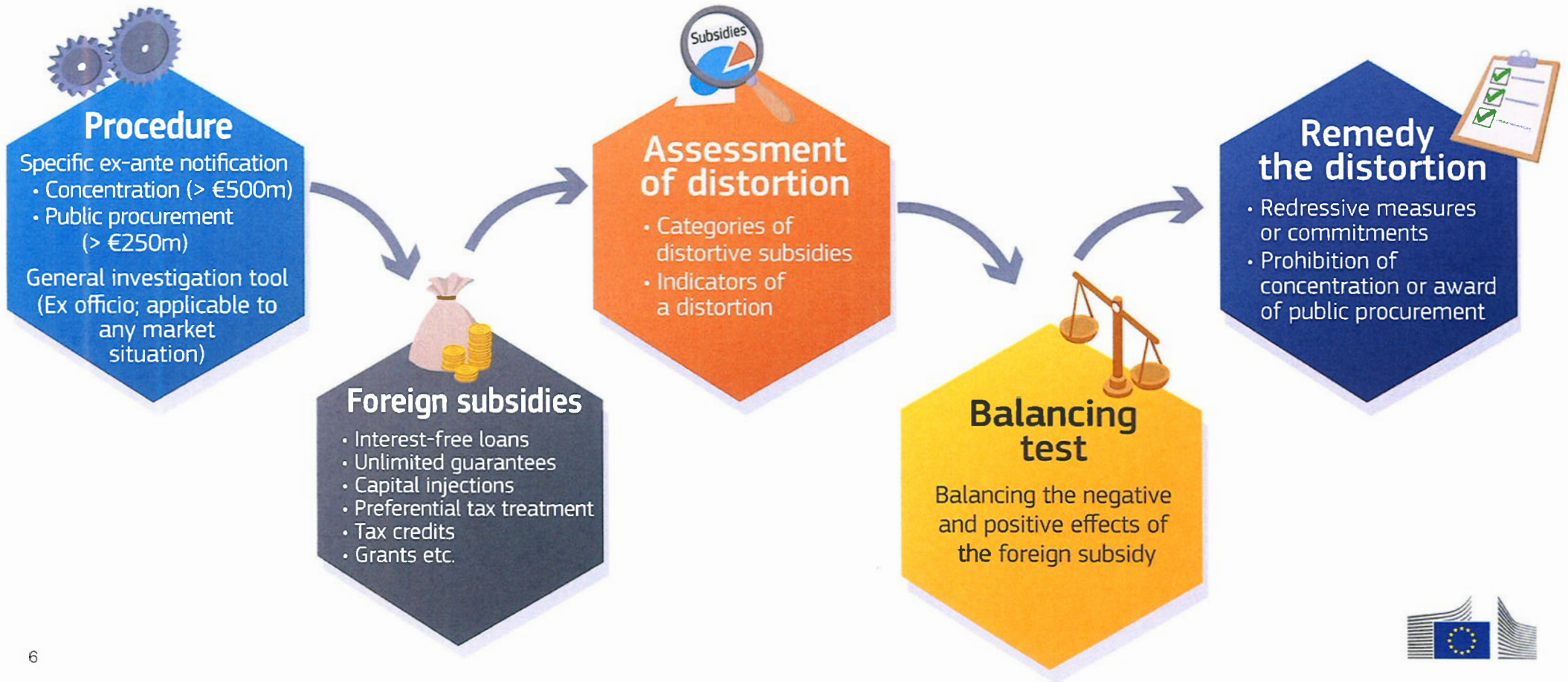
Overall, to facilitate compliance

To assist undertakings understanding their obligations, particularly regarding filing requirements and foreign subsidies:

- **Clarifying interpretation; Reducing Errors; Strategic Planning; Cost-Efficiency**



What are the key topics in the practice of the EC when examining FSR filings?



Review of the EC's decisions “e&/PPF” and “ADNOC/Covestro” Two conditional clearances decisions

e&/PPF Telecom Group

- **No distortion in the acquisition process**— sole bidder; own resources; price at market value.
- **The theory of distortion at post-transaction stage: Key subsidy** unlimited state guarantee.
- **The remedy:**
 - **removal of the unlimited guarantee; prohibition to finance the group's EU activities; and to inform the Commission of future acquisitions** even below notification thresholds; the undertakings run for **ten years** with a potential **five-year extension**; and monitored by an independent **trustee**.

Observations – Take-aways

- **Distinct assessment** of the acquisition and post-transaction effects;
 - **first case precedent of** not finding a distortion in the **acquisition process** while still intervening to counteract post-closing distortions from possible advantageous financing.
- Foreign subsidies of **Art. 5 FSR categories** can be “most likely distortive”.
- The case sets commitments tailored to the identified **concerns**.
- The **message**: clearance can be achieved setting financing firewalls and long-term oversight by an independent trustee



Review of the EC's decisions “e&PPF” and “ADNOC/Covestro” *cont'd*

ADNOC/Covestro

- Opening of an in-depth investigation to assess the acquisition by **ADNOC**, the state-owned Emirati oil and gas producer, of **Covestro**, a German chemicals producer
 - **Distortion** both at the **acquisition and post-transaction levels**
 - The **foreign subsidies**: unlimited State guarantee; a committed capital increase; certain advantageous tax measures
 - **Reasoning** at the **acquisition stage** was that ADNOC's support to Covestro deterred other investors making an offer
 - As regards the **downstream stage**, unlimited State guarantees considered '**most likely to distort the IM**'

Observations – Take-aways

- Multiple **remedies**
 - Removal of the unlimited guarantee (UG): ADNOC's AoA to be adapted; no deviation from ordinary insolvency law
 - Distortion at the downstream level: sharing **Covestro's patents in sustainability** to access sustainability technology



Review of the EC's decisions “e&/PPF” and “ADNOC/Covestro” *cont'd*

- Multiple **remedies** (*cont'd*)
 - Commitments for **10 years**; commitments relating to patents after the expiry of the commitment period, for the **lifetime** of any **licensing** agreement entered under this period.
 - An independent **trustee** will monitor the implementation of the commitments, under the supervision of the Commission.

Take-aways for both cases

- Both assessments look at post-transaction risks
- This brings forward the question of how the future conduct enabled by cheaper capital will materialise
- This seems particularly significant for sectors with significant investment (telecoms, chemicals)
- Remedies such as removal of unlimited guarantees, limits on the flows of intra-group financing, and governance adjustments



FSR Review report: What are, from the perspective of the EC, the key findings of the public consultation of the review?

Scope

Article 52(2) of the FSR mandates the Commission to publish a Review report with regard to the implementation and enforcement of the FSR by **14 July 2026**:

- the determination of a distortion;
- the categorisation of foreign subsidies most likely to be distortive;
- the application of the balancing test;
- the enforcement of the ex-officio review; and
- the notification thresholds for concentrations and for public procurement

The FSR Review report will also assess complexity, including **administrative burden** on businesses

Timeline



FSR Review report: What are, from the perspective of the EC, the key findings of the public consultation of the review? *Cont'd*

Preparatory work and consultation activities

- **49 reactions to the Call for evidence;**
- **54 submissions to the public consultation**, summarised in the factual summary report and published on the [consultation site](#);
- **bilateral meetings** with national authorities and selected stakeholders;
- a **study** commissioned to an external contractor; and
- internal **data analysis**

General feedback

- The overall objectives of the FSR are understood and the **FSR is considered important for maintaining the level playing field in the EU**
- **Administrative burden** for companies and contracting authorities for notifications could be streamlined
- The **concept of foreign financial contributions and their reporting** identified as the most **significant challenges**



FSR Review report: What are, from the perspective of the EC, the key findings of the public consultation of the review? *Cont'd*

Feedback regarding the **concentration module**

- Most believe **too early to assess** a potential **deterrent effect of the FSR on M&A transactions**
- The applicable **notification thresholds for concentrations are partly considered low**
- **Guidance and answers to questions are appreciated** to streamline the notifications. E.g. the median duration of the pre-notification phase has decreased over time

For further details, see the factual summary report on the public consultation and section “2.4 Tool-specific findings – Concentration”

Links:

Press release of August 2025 when we launched the process:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_1954

Public Consultation with Summary Report: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/14760-Foreign-subsidies-review-report/public-consultation_en



From the EC's perspective, what is the general outlook for the FSR in the upcoming years?

- Multiplicity of FSR workstreams (concentrations, *ex-officio*, call-ins), enforcement tools, remedies, horizontal projects and doctrine
- Evolution of the rulebook: from staff papers to Guidelines to review
- Signs of mobilisation on several fronts: procurement, classical trade defence measures, more sectors

What is to be expected in the years ahead?

- With time and practice, a broader sectoral footprint might be expected
- On doctrine, the final Guidelines formalized a number of concepts, methodologies, evidentiary thresholds and illustrative scenarios. The Guidelines are very significant because they set out in detail how distortions and balancing will be assessed. These concepts are new and do not match either merger control, antitrust or State aid and as such, the Guidelines certainly bring a measure of transparency and predictability.
- Key considerations seem to be: Enhanced Enforcement Capabilities, Improved Transparency and Reporting, Cooperation and Coordination.
- The principal line is to reconcile openness with fairness and proportionality. European Union's answer is evolving, case by case.
- Overall, the EC's outlook for the FSR is strategically focused on ensuring a fair competitive environment, safeguarding its internal market integrity while adapting to global economic developments.



Questions???



ADNOC / COVESTRO

REFLECTIONS ON THE FSR DECISION FROM
AN ECONOMIC PERSPECTIVE

The transaction in a nutshell

In October 2024, Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) offered to acquire German chemicals producer Covestro for approx. EUR 15 billion.

The FSR review was concluded several months after unconditional merger clearance, resulting in a **conditional approval under the FSR.**

The decision is only the **second in-depth FSR case cleared** with remedies.

The Commission identified foreign subsidies

The relevant foreign subsidies included an **unlimited State guarantee** benefiting ADNOC, linked to ADNOC's exemption from the UAE bankruptcy regime.

The relevant foreign subsidies further included a **committed capital increase** into Covestro and **advantageous tax measures**.

Only the unlimited State guarantee was treated as a subsidy "**most likely to distort the internal market.**"

The Commission characterised the market



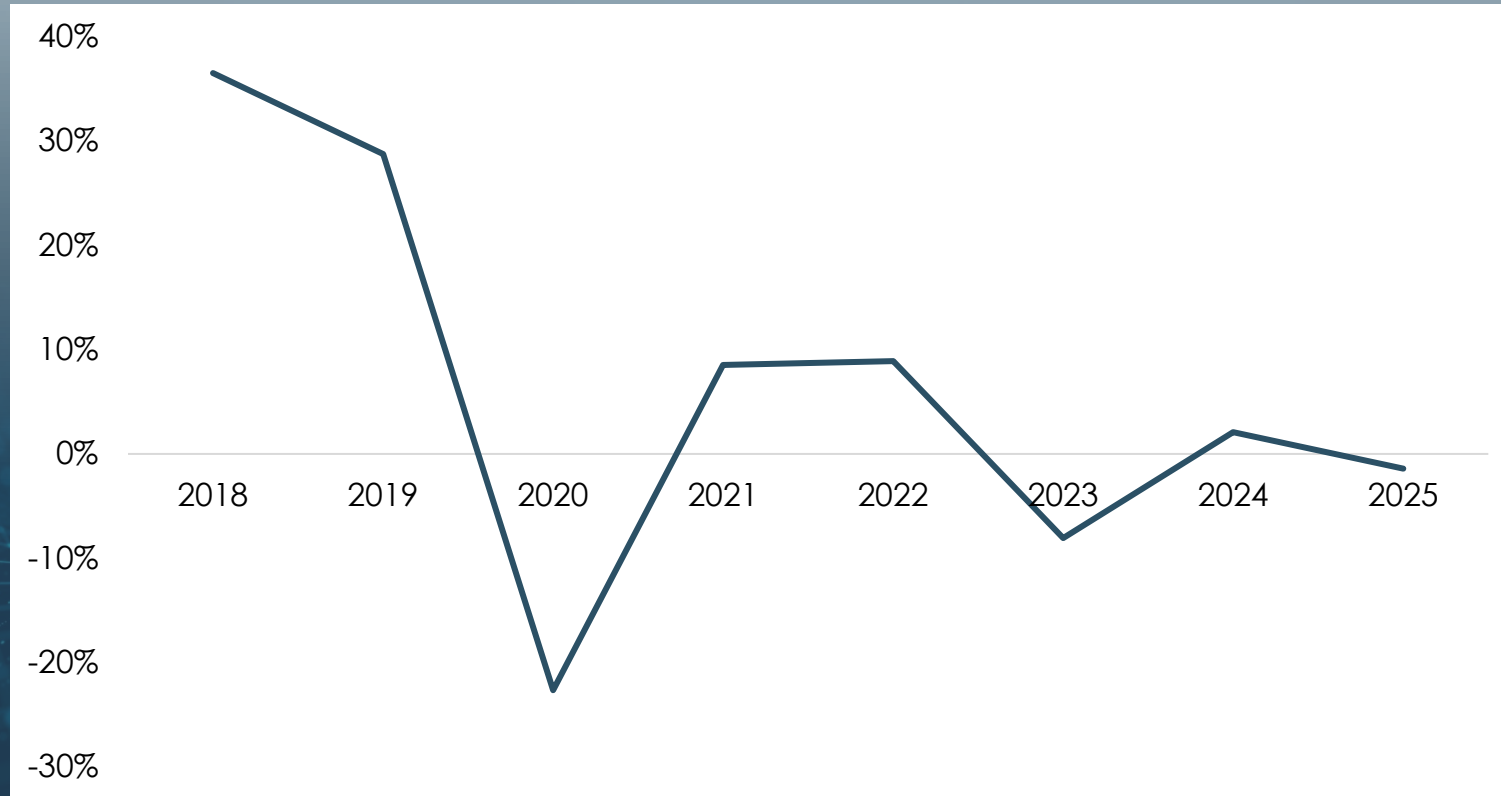
Competitiveness in the chemicals sector relies heavily on continuous investments in production capacity, technology, and innovation.

The chemicals sector is "cyclical in nature and structurally constrained due to high fixed costs, energy dependence, and regulatory burdens."

Covestro's positioning in the chemical sector is that of "a competitive force and innovation driver in the internal market."

Covestro's investments vary over time

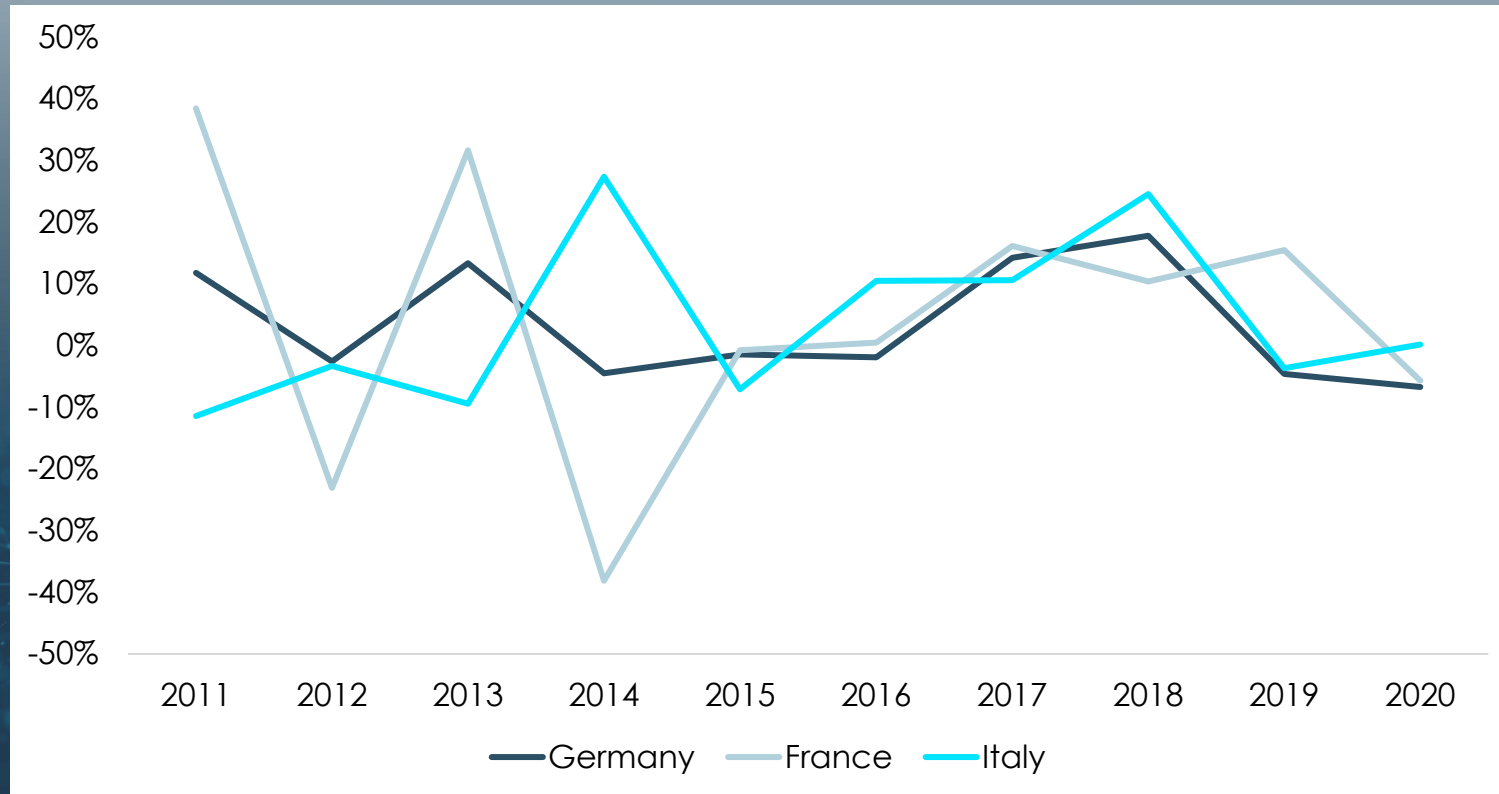
Year-on-year change in Covestro's cash outflows for additions to property, plant, equipment and intangible assets



Source: Covestro Group Annual Reports, Consolidated Statement of Cash Flows.

The chemical industry's investments vary over time

Year-on-year change in Gross investment in tangible goods, all national manufacturers of chemicals and chemical products



Source: Eurostat, Annual detailed enterprise statistics for industry.

The Commission analysed market distortions

The State guarantee improved ADNOC's access to financing compared to non-subsidised rivals:

Financing is crucial in an investment-driven market.

The cyclical nature of the market accentuates inequality:

Investments depend on market state.

The Commission listens to the market:

The views of market participants are taken into consideration.

FSR Guidelines



The Commission should in principle establish that the foreign subsidy [...] actually or potentially alters, or interferes with, the competitive dynamics in the internal market to the detriment of other economic actors in the internal market. [...]

FSR Guidelines



Showing that a foreign subsidy negatively affects competition in the internal market does not require the Commission to show an actual impact. [...]

For an undertaking already active in the internal market, the assessment [...] will generally be based on the economic and legal context existing as of the moment it benefits from the foreign subsidy.

Source: European Commission Guidelines on the application of certain provisions of Regulation (EU) 2022/2560, para. 42-44.

The decision reflects new FSR Guidelines



The decision that the unlimited guarantee lowers ADNOC's cost of capital mirrors the Guidelines' emphasis on foreign subsidies that significantly improve Covestro's financing conditions.



The decision follows the Guidelines' two-step approach: first, assessing how the subsidy affects the decisions of the undertaking, and second, assessing the resulting change of competitive dynamics.



The decision reflects the case-by-case perspective: The Commission reviews sector characteristics like “size and likely evolution, competitive conditions, barriers to entry or expansion, the impact on downstream or indirectly affected sectors, etc.”

Hard facts. Clear stories.

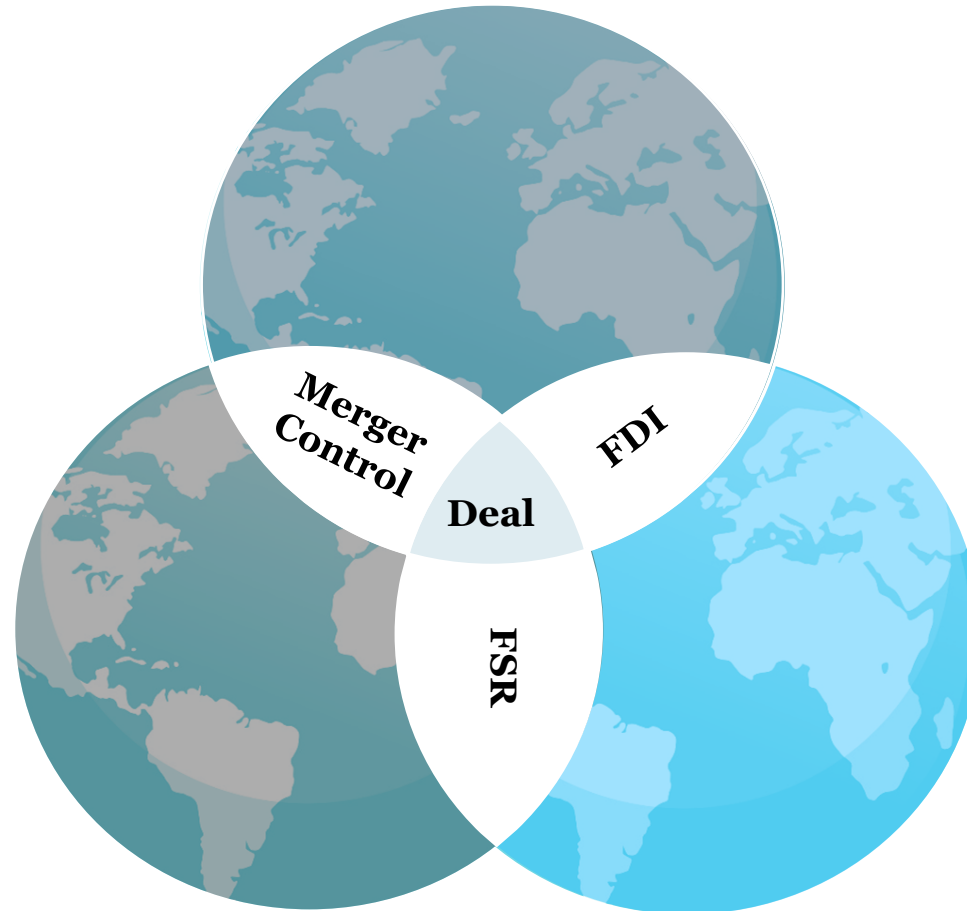
About Copenhagen Economics

Copenhagen Economics is an expert-driven consulting company built on a deep knowledge of applied economics, and one of the leading economics firms in Europe. Founded in 2000, we currently employ more than 80 staff operating from our offices in Brussels, Copenhagen, Helsinki, and Stockholm.

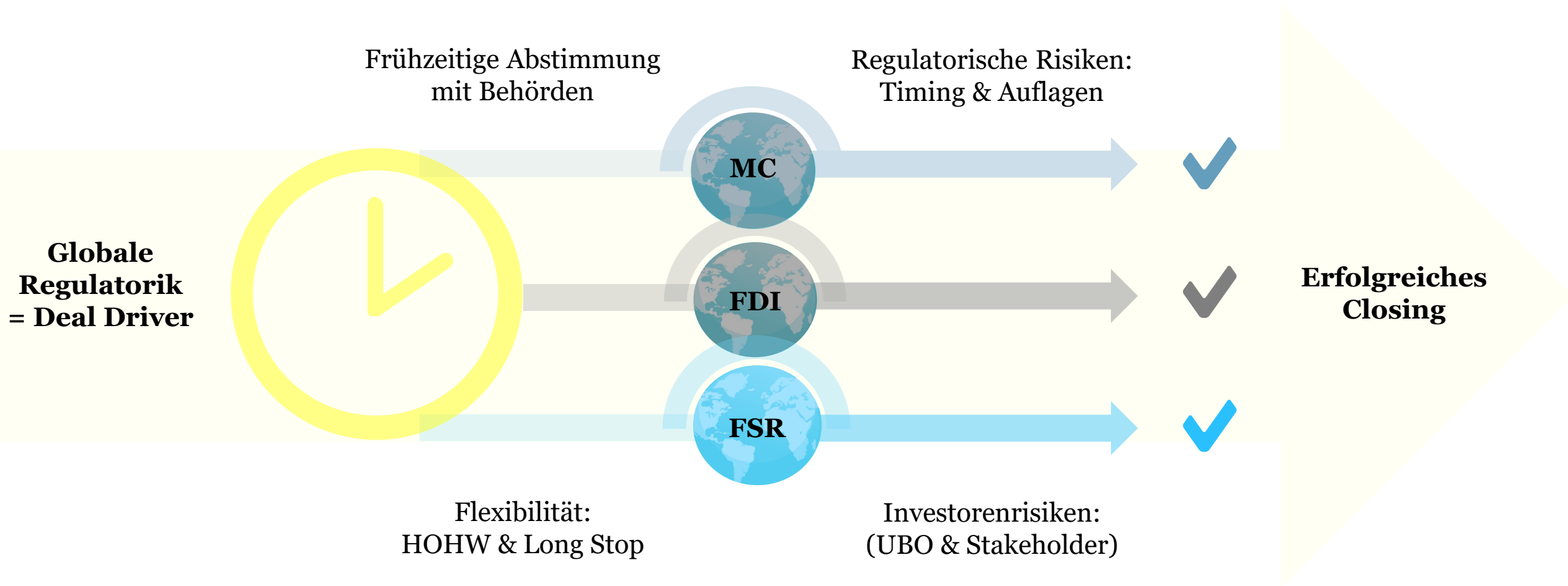
[Learn more about our services.](#)

www.copenhageneconomics.com

Merger Control, FDI und FSR



Key Takeaways für Ihre Transaktion





Kartellrecht, Investitions- & Beihilfenkontrolle

Prof. Dr. Ulrich Schnelle, LL.M. (Illinois)

Elisabeth S. Wyrembek, LL.M. (London)

Julian Munder

HAYER & MAILÄNDER

Rechtsanwälte Partnerschaft mbB

Lenzhalde 83-85

70192 Stuttgart

Tel.: +49 (0) 711 227 44 0

us@haver-mailaender.de

www.haver-mailaender.de

ROUNDTABLE:

Vielen Dank!

25. März 2026

F.A.Z. Tower,
Frankfurt am Main

Veranstalter:



Deutscher
AnwaltSpiegel



In Kooperation mit:

