

Economische aspecten van onderdrempelige
transacties en een inroepbevoegdheid

oxera

Onderzoeksrapport voor Ministerie van
Economische Zaken

17 april 2025



Inhoudsopgave

Cijfers en tabellen		3
1	Samenvatting	4
2	Summary	6
3	Inleiding	8
3.1	Achtergrond	8
3.2	Visie op de opdracht	10
3.3	Onderzoeksvragen en leeswijzer	11
3.4	Over Oxera	11
4	De huidige staat van mededinging in Nederland	13
4.1	Trends in de Verenigde Staten en Europa	13
4.2	Ontwikkeling van concurrentie in Nederland	14
4.3	Empirisch onderzoek en marktmacht: het economische debat	19
4.4	Bevindingen	20
5	Onderdrempelige transacties in Nederland	22
5.1	Aantal transacties in Nederland	22
5.2	Aantal onderdrempelige transacties	23
5.3	Bevindingen	29
6	Inroepbevoegdheid in de praktijk	30
6.1	Analyse van marktmacht	30
6.2	Rol van inroepbevoegdheid in transactieproces	34
7	Effecten van een inroepbevoegdheid op het (Nederlandse) bedrijfsleven	37
7.1	Interne en externe kosten onderzoek	38
7.2	Effect uitstel finaliseren concentratie	39
7.3	Bevindingen	43
8	Concluderende opmerkingen	44
A1	Deallogic dataset	46
A1.1	Brondata	46
A1.2	Dataset voor dit onderzoek	46
A1.3	Representativiteit dataset	47
A1.4	Parameters voor classificatie van transacties	48
A2	Economische analyse van prikkel om na transactie prijzen te verhogen	50

Cijfers en tabellen

Tabel 4.1	Ontwikkeling markups 1980-2016	15
Figuur 4.1	Ontwikkeling van markup in Nederland	16
Figuur 4.2	Overzicht ontwikkeling concentratiegraad Nederlandse economie	17
Figuur 4.3	Overzicht van markup ontwikkeling over tijd voor verschillende Europese landen	18
Figuur 4.4	Decompositie van de inflatie van consumentenprijzen (2004-2023)	19
Tabel 5.1	Aantal transacties en concentratiemeldingen 2019-2024	23
Figuur 5.1	Onderverdeling Nederlandse transacties	25
Figuur 5.2	Overzicht van grootte van reeks in groep 'kralen rijgen'	27
Figuur 5.3	Onderverdeling Nederlandse transacties (Kralen Rijgen minstens 3 transacties)	28
Tabel 7.1	Onderverdeling ondernemingen in Nederland naar aantal werknemers (1e kwartaal 2025)	42
Tabel A1.1	Vergelijking datasets aantal transacties in Nederland	48
Box A2.1	GUPPI-model	50
Tabel A2.1	Uitkomsten GUPPI-model voor ondernemingen met verschillende contributiemarges	51

1 Samenvatting

Het Ministerie van Economische Zaken heeft Oxera gevraagd onderzoek te doen naar de omvang van risico's en problemen rondom onderdrempelige transacties, en de effecten van een inroepbevoegdheid als mogelijk nieuw beleidsinstrument. De doelstelling van de inroepbevoegdheid is om de negatieve effecten van onderdrempelige transacties die de mededinging op de Nederlandse markt of een deel daarvan op significante wijze belemmeren, met name als het resultaat van het in leven roepen of versterken van een economische machtspositie, tegen te gaan.

Onderdrempelige transacties zijn transacties die op basis van de huidige regels in de Mededingingswet niet bij de ACM (of in bijzondere gevallen de Europese Commissie) gemeld moeten worden. De huidige meldingsdrempels bevatten onder meer de eis dat de omzet van elk van de betrokken ondernemingen minimaal EUR 30 miljoen is.

Deze meldingsdrempels zijn ingesteld om meerdere afwegingen met elkaar te verenigen: (i) de vorming van structurele marktmacht door transacties, (ii) de beschikbare middelen voor de beoordeling van transacties, en (iii) de wens om regels zo eenduidig mogelijk te maken en de lasten voor het bedrijfsleven (en dan specifiek voor ondernemingen die niet-problematische transacties doen) te beperken.

Middels de inroepbevoegdheid zou de ACM de mogelijkheid krijgen om ook kleinere (onderdrempelige) transacties te onderzoeken om de vorming of versterking van marktmacht tegen te gaan. Dit is positief voor consumenten: vanuit economisch perspectief kan marktmacht ertoe leiden dat prijzen hoger zijn ten opzichte van het niveau van effectieve concurrentie. Daarnaast is het positief voor andere ondernemingen, die concurreren met fuserende ondernemingen. Tegelijkertijd zien wij de mogelijkheid dat de invoering van de inroepbevoegdheid tot significante veranderingen leidt voor fuserende ondernemingen.

In dit rapport zullen we, waar mogelijk, ingaan op elk van de drie vormen die in het initiatiefwetsvoorstel zoals ingediend door Kamerleden van GroenLinks/PvdA en NSC worden genoemd: kralen rijen, *killer acquisitions* en transacties in kleine lokale of niche markten.

Het bronnenonderzoek in hoofdstuk 4 laat zien dat er op dit moment nog geen specifiek onderzoek is naar de negatieve effecten van onderdrempelige fusies. Wel is er veel economisch onderzoek naar de ontwikkeling van indicatoren zoals concentratiegraad en winstmarges. Ons bronnenonderzoek leidt tot de volgende bevindingen. Ten eerste dat de onderzoeken laten zien dat de waarden van deze indicatoren de laatste jaren in veel gevallen stijgen; dat geldt zowel voor de Verenigde Staten, Europa alsook Nederland. Ten tweede dat er binnen de economische wetenschap (nog) discussie is over de vragen in welke mate deze indicatoren een goede benadering zijn van marktmacht en in welke mate deze ontwikkeling kan worden verklaard door marktmacht.

In hoofdstuk 5 presenteren wij onze eigen analyse van transactiedata. Aan de hand van deze data proberen wij een inschatting te maken hoeveel transacties onderdeel zijn van een reeks aan overnames door eenzelfde onderneming, al dan niet in dezelfde sector, als tussenstap naar een inschatting van de positieve effecten van de inroepbevoegdheid.

Helaas staat de beschikbare data ons niet toe om specifieke uitspraken te doen over hoeveel van deze transacties onderdrempelig zijn.

In hoofdstuk 6 beschrijven wij de economische mededingingsanalyse van een gangbaar type transactie. Deze uitleg is bedoeld om te illustreren welke elementen een rol spelen bij de beoordeling of een (onderdrempelige) transactie problematisch is in de zin dat deze leidt tot negatieve effecten voor consumenten door de vorming of versterking van marktmacht.

In hoofdstuk 7 gaan we in op de effecten voor het bedrijfsleven, en dan met name ondernemingen die bij transacties zijn betrokken. Onze analyse van de effecten is gebaseerd op de verwachting dat ondernemingen veel vaker dan nu een inschatting moeten maken rondom de vraag of hun transactie door de ACM ingeroepen kan worden (omdat deze mogelijk leidt tot de vorming of versterking van marktmacht). Wij menen dat dit kan leiden tot negatieve effecten voor het bedrijfsleven in de vorm van meer kosten en/of langere tijd om transacties te finaliseren.

Hoofdstuk 8 bevat onze reflecties op de resultaten van ons onderzoek. Ons belangrijkste punt is dat wij verschillende groepen transacties zien wanneer we kijken naar de maatschappelijke baten en lasten van dit nieuwe beleidsinstrument. Helaas is het binnen dit onderzoek niet mogelijk gebleken de omvang van deze groepen transacties te schatten.

De eerste groep bevat transacties die door de ACM middels een inroepbevoegdheid zullen worden onderzocht en verboden. De tweede groep omvat transacties die overduidelijk geen mededingingsproblemen opleveren. Voor deze twee groepen transacties kunnen aan de positieve effecten voor consumenten meer waarde worden gehecht dan aan de negatieve effecten voor de fuserende ondernemingen. Voor een derde groep transacties voorzien wij dat de veelzijdigheid van het concept marktmacht in combinatie met kosten als een transactie uiteindelijk ongedaan moet worden gemaakt ertoe leidt dat deze groep transacties meer kosten zullen hebben om gefinaliseerd te worden. Wij signaleren dat dit effect voor deze derde groep transacties door een of meerdere maatregelen materieel gereduceerd kan worden.

2 Summary

The Ministry of Economic Affairs has commissioned Oxera to research the size of the risks and problems regarding below-threshold transactions, and the effects of call-in power as a new policy instrument for the ACM. The objective of the call-in power is to reduce the negative effects of below-threshold transactions that restrict competition in the Netherlands or part of the Netherlands, through the creation or strengthening of market power.

Below-threshold transactions are transactions that, based on the current rules in the Dutch Competition Act, do not have to be reported to the ACM (or in special cases the European Commission). The current notification thresholds include the requirement that the turnover of each of the companies involved is at least EUR 30 million.

These notification thresholds were established to reconcile several trade-offs: (i) the formation of structural market power through transactions, (ii) the resources available for assessing transactions, and (iii) the desire to make rules as unambiguous as possible and reduce the burden on business (and specifically on companies doing non-problematic transactions).

Through the call-in power, the ACM would also have the possibility to investigate smaller (below-threshold) transactions to counter the formation or strengthening of market power. This is positive for consumers: from an economic perspective, market power can lead to prices being higher compared to the level of effective competition. It is also positive for firms that compete with the merging parties. At the same time, we see the possibility that the introduction of the call-in power could lead to significant changes for merging firms.

In this report, where possible, we will discuss each of the three types of transactions mentioned in the Draft Amendment as proposed by members of GroenLinks/PvdA and NSC: string of pearls, killer acquisitions and transactions in small local or niche markets.

The source research in chapter 4 shows that there is currently no specific research on the negative effects of under-threshold mergers. However, there exists economic research on the development of indicators such as concentration ratio and profit margins. Our desk research leads to the following findings. First, that the studies show that the values of these indicators have been rising in many cases in recent years; this is true for the United States, Europe as well as the Netherlands. Second, that there is (still) debate within economic science about the questions to what extent these indicators are a good proxy for market power and to what extent the development of these indicators can be explained by market power.

In Section 5, we present our own analysis of transaction data. Using this data, we try to estimate how many of the three types in transactions mentioned in the Draft Amendment exist, as an intermediate step towards estimating the positive effects of the call-in power. Unfortunately, the available data does not allow us to make specific statements on how many of these transactions exist.

In Section 6 we describe the economic competition analysis of a common type of transaction. This explanation is intended to illustrate the elements involved in assessing

whether a (below-threshold) transaction is problematic in the sense that it leads to negative effects on consumers through the creation or strengthening of market power.

In Chapter 7, we look at the effects on business, especially firms involved in transactions. Our analysis of the effects is based on the expectation that firms will have to make assessments much more often than now around whether their transaction can be invoked by the ACM (because it may lead to the formation or strengthening of market power). We believe this could lead to negative effects for businesses in the form of increased costs and/or longer time to finalise transactions.

Chapter 8 contains our reflections on the results of our study. Our main point is that we see different groups of transactions when considering the societal benefits and costs of this new policy instrument. Unfortunately, it was not possible within this study to estimate the size of these groups of transactions.

The first group includes transactions that will be investigated and prohibited by the ACM through an invocation power. The second group includes transactions that clearly do not pose competition problems. For these two groups of transactions, the positive effects for consumers can be given more value than the negative effects for the merging firms. For a third group of transactions, we foresee that the versatility of the concept of market power combined with costs if a transaction eventually has to be undone leads to this group of transactions having more costs to be finalised. We signal that this effect for this third group of transactions can be materially reduced by one or more measures.

3 Inleiding

3.1 Achtergrond

- 1 In de laatste jaren is er in de mededingingsgemeenschap van zowel autoriteiten, academici als juridische en economische adviseurs veel discussie geweest over de vraag of de handhaving van de mededingingsregels voldoende effectief is geweest.
- 2 Op 31 maart 2021 publiceert de Europese Commissie ('Commissie') een mededeling met de titel "Handvatten voor de toepassing van het verwijzingsmechanisme van artikel 22 van de concentratieverordening op bepaalde categorieën zaken".¹ Deze mededeling volgt op een aantal besluiten van de Commissie in concentraties, die door lidstaten waren doorverwezen terwijl deze concentraties in deze lidstaten niet gemeld dienden te worden omdat deze onder de (omzet)drempels vielen.
- 3 Een van deze transacties is de overname van Grail door Illumina. Volgend op een verwijzingsverzoek, startte de Commissie in april 2021 een onderzoek naar deze transactie. De meldende partijen stellen beroep tegen de interpretatie van dit verwijzingsmechanisme.
- 4 Op 6 november 2023 publiceert Martijn Snoep, bestuursvoorzitter van de ACM, een blog waarin hij oproept tot aanvullende bevoegdheden voor de ACM om (kleine) transacties te onderzoeken die op basis van de geldende drempels opgenomen in de Mededingingswet niet bij de ACM dan wel bij de Commissie gemeld moeten worden.² In deze publicatie noemt de bestuursvoorzitter van de ACM specifiek twee soorten transacties: seriële overnames en '*killer acquisitions*'.
- 5 Op 3 september 2024 heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie ('HvJEU') uitspraak gedaan in de zaak *Illumina Inc. v Europese Commissie*.³ In die zaak was de vraag in geding of de Commissie bevoegd was, op basis van Artikel 22 van de 2004 EU Concentratieverordening, om concentraties in het algemeen en de overname van Grail door Illumina in het bijzonder te onderzoeken nadat deze door lidstaten waren doorwezen, waar de transactie onder de meldingsdrempel valt. Het HvJEU oordeelde dat Artikel 22 EU Concentratieverordening deze mogelijkheid niet biedt. Nederland was één van de lidstaten die de Commissie hadden verzocht de overname van Grail door Illumina te onderzoeken.

¹ Mededeling van De Commissie (2021/C 113/01) - [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021XC0331\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021XC0331(01)) (laatst bezocht op 20 maart 2025)

² Blog Martijn Snoep: Kleine overnames, grote problemen, 6 november 2023 - <https://www.acm.nl/nl/publicaties/blog-martijn-snoep-kleine-overnames-grote-problemen> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

³ *Illumina, Inc. v Europese Commissie* (zaak C-611/22 P), ECLI:EU:C:2024:677, uitspraak van 3 september 2024.

- 6 Met de term 'Kralen Rijen' doelt de ACM op een reeks van ieder niet meldingsplichtige concentraties die leiden tot de vorming van marktmacht. De bestuursvoorzitter van de ACM noemt daarbij het voorbeeld van bedrijfstakken waar ondernemingen in handen van investeringsmaatschappijen ('*private equity*') via een reeks kleine overnames groeien.
- 7 Met killer acquisitions doelt de ACM op de overnames van kleine innovatieve partijen met weinig of geen omzet door ondernemingen die al over marktmacht beschikken en middels dergelijke overnames proberen de ontwikkeling van (toekomstige) concurrenten te frustreren. Dit type transactie valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek.
- 8 Een derde groep transacties zijn overnames die leiden tot ondernemingen met (grotere) marktmacht op kleine lokale of niche markten. Paul de Bijl, hoofdeconoom bij de ACM, gebruikt in een recent artikel het voorbeeld van de kinderopvang.⁴
- 9 Op 4 september 2024 neemt de Tweede Kamer de motie van het kamerlid Sneller (D66) aan waarmee de Minister van Economische Zaken ('EZ') wordt gevraagd de zorgen rond dergelijke onderdrempelige fusies verder te onderzoeken.⁵ Op 14 oktober 2024 schrijft de Minister van Economische Zaken het volgende aan de Tweede Kamer: "Voordat ik met een voorstel kom breng ik de mogelijkheden in kaart, om een goede afweging te kunnen maken tussen uitvoeringslasten voor de ACM en fuserende ondernemingen en het beperken van nadelige gevolgen van fusies voor consument en onderneming".⁶
- 10 Op 18 maart 2025 is een openbare consultatie gestart rondom een voorgestelde initiatiefwet tot herziening van de Mededingingswet om een inroepbevoegdheid toe te voegen. Als onderdeel van deze consultatie zijn een concept wettekst en een memorie van toelichting gepubliceerd (hierna gezamenlijk: 'Wetsvoorstel').⁷
- 11 EZ heeft ons gevraagd om als onderdeel van dit onderzoek ondersteuning te leveren in de vorm van een extern economisch onderzoeksrapport. Verder begrijpen wij dat de focus van dit onderzoek moet liggen op de mogelijke significante mededingingsbeperkende effecten van onderdrempelige fusies en de rol van de inroepbevoegdheid om de vorming van marktmacht middels met name seriële (niet-meldingsplichtige) overnames tegen te gaan.

⁴ De Bijl (2024), Mededingingstoezicht in beweging, M&M 2024-4, p. 145-152 - https://www.bjutijdschriften.nl/tijdschrift/marktenmededinging/2024/4/MenM_1387-6236_2024_027_004_002.pdf

⁵ Motie van het lid Sneller over in de Mededingingswet een call-inbevoegdheid voor de ACM opnemen voor kleine overnames, - <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/moties/detail?id=2024D31568&did=2024D31568> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

⁶ Brief regering Toekomstbestendig mededingingsbeleid - https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/brieven_regering/detail?id=2024D38311&did=2024D38311 (laatst bekeken op 17 januari 2025)

⁷ Zie: <https://www.internetconsultatie.nl/inroepbevoegdheid/b1> (laatst bezocht op 20 maart 2025)

- 12 Voor dit onderzoek voor EZ hebben wij deze inroepbevoegdheid als volgt gedefinieerd: de ACM krijgt de bevoegdheid om binnen een periode na bekendmaking van alle transacties van ondernemingen die actief zijn op de Nederlandse markt een onderzoek naar deze concentratie te starten. Deze inroepbevoegdheid is een aanvulling op de meldingsplicht voor transacties en vangt dus ook transacties die onder de omzetrempels voor de meldingsplicht vallen. Hieronder vallen de drie groepen transacties die hierboven zijn genoemd: seriële overnames, killer acquisitions en transacties die op lokale of niche markten tot negatieve gevolgen voor consumenten kunnen leiden.
- 13 Wij merken hierbij op dat deze definitie overeenkomt met de tekst van het Wetsvoorstel.
- 14 De meldende partijen staat het vrij om hun transactie te finaliseren en te starten met de integratie. Wij begrijpen wel dat dit voor eigen rekening en risico is in de zin dat de meldende partijen—in het geval dat de ACM de transactie wil onderzoeken en tot de conclusie komt dat deze niet kan worden goedgekeurd—kosten moeten maken om de transactie ongedaan te maken.⁸
- 15 Verder nemen wij, op basis van de blog van de bestuursvoorzitter van de ACM, aan dat dat ondernemingen die deze periode niet willen (af)wachten, de mogelijkheid hebben de ACM te benaderen voor een vrijwillige melding.⁹

3.2 Visie op de opdracht

- 16 Wij delen het standpunt van de ACM dat ook kleine overnames tot mededingingsproblemen kunnen leiden.
- 17 Wij zien de huidige (omzet)drempels bij het melden van concentraties aan de ACM voor concentratiecontrole als een afweging tussen (i) de doelstelling om de vorming van structurele marktmacht tegen te gaan, (ii) de beschikbare middelen voor beoordeling van transacties en (iii) de wens om regels zo eenduidig mogelijk te maken en de lasten voor het bedrijfsleven (en dan specifiek voor ondernemingen die niet-problematische transacties doen) te beperken.
- 18 Wij interpreteren de toezegging van de Minister van Economische Zaken dan ook als een basis voor onderzoek naar de omvang van risico's en problemen rondom de vorming van marktmacht door een serie van transacties onder de huidige meldingsdrempels en de effecten van een inroepbevoegdheid.

⁸ Wij menen dat Snoep deze separatie bedoelt wanneer hij refereert aan '*unscrambling the eggs*'. Blog Martijn Snoep: Kleine overnames, grote problemen, 6 november 2023 - <https://www.acm.nl/nl/publicaties/blog-martijn-snoep-kleine-overnames-grote-problemen> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

⁹ Blog Martijn Snoep: Kleine overnames, grote problemen, 6 november 2023 - <https://www.acm.nl/nl/publicaties/blog-martijn-snoep-kleine-overnames-grote-problemen> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

- 19 De doelstelling van dit onderzoek is om bij te dragen aan een economische kosten-baten analyse over deze bevoegdheid. Wij menen dat dit een wezenlijke aanvulling is op de publicaties van de bestuursvoorzitter van de ACM die in de bespreking van de inroepbevoegdheid met name ingaat op de vergelijking tussen de inroepbevoegdheid en alternatieve maatregelen.¹⁰

3.3 Onderzoeksvragen en leeswijzer

- 20 Zoals ook in de inleiding aangegeven, zien wij de vraag om inroepbevoegdheden als een onderdeel van de bredere discussie over de effectiviteit van het mededingingsbeleid in Europa en in Nederland. Dit beeld wordt bevestigd in het artikel van De Bijl, waarin hij ingaat op eerdere onderzoeken naar parameters zoals concentratiegraad en winstmarge (ook wel: markup) en vervolgens ook de inroepbevoegdheid bespreekt.¹¹
- 21 Wij zien de volgende centrale vragen voor het onderzoeksrapport:
- Wat zegt economisch onderzoek over marktconcentratie en winstmarges over de staat van mededinging in Nederland?
 - Hoeveel onderdrempelige transacties zijn er Nederland en welke effect heeft een inroepbevoegdheid op de vorming of versterking van marktmacht door deze transacties?
 - Welke praktische aspecten spelen een rol bij de analyse van de effecten van een inroepbevoegdheid?
 - Wat zijn de effecten van een inroepbevoegdheid op het Nederlandse bedrijfsleven?
- 22 In elk van de volgende hoofdstukken bespreken wij een van de vier bovenstaande centrale vragen. Het laatste hoofdstuk van dit onderzoeksrapport bevat onze observaties bij de resultaten van ons onderzoek.

3.4 Over Oxera

- 23 Oxera is een toonaangevend economisch adviesbureau op het gebied van mededinging, regulering en schadeberekening. Oxera heeft kantoren in Amsterdam, Berlijn, Brussel, Londen, Madrid, Milaan, Oxford, Parijs en Rome en adviseert ondernemingen, toezichthouders en overheden.
- 24 Oxera houdt zich intensief bezig met beleidsdebatten in regulering en mededingingsrecht. Het Oxera rapport over schadeberekening voor de Europese

¹⁰ Zo beschouwt Snoep in zijn blog onder meer een meldingsplicht voor alle transacties, meldingsdrempels op basis van marktaandeel en aangepaste meldingsdrempels voor specifieke sectoren alsook het ex-post toezicht op concentraties op basis van artikels 101 en 102 VWEU. Blog Martijn Snoep: Kleine overnames, grote problemen, 6 november 2023 - <https://www.acm.nl/nl/publicaties/blog-martijn-snoep-kleine-overnames-grote-problemen> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

¹¹ De Bijl (2024), Mededingingstoezicht in beweging, M&M 2024-4, p. 145-152 - https://www.bjutijdschriften.nl/tijdschrift/marktenmededinging/2024/4/MenM_1387-6236_2024_027_004_002.pdf

Commissie uit 2009¹² vormde de basis voor de door de Commissie opgestelde Praktische gids voor nationale rechtbanken voor het begroten van schade (2013).¹³ Daarnaast geeft Oxera regelmatig training aan rechters uit verschillende EU-lidstaten (waaronder Nederland) op het gebied van schadebegroting, regulering en economische analyse in mededingingszaken. Oxera heeft ook studies gedaan voor de ACM over kopersmacht in gereguleerde sectoren (2012)¹⁴ en gedragseconomie in het mededingingsbeleid (2013).¹⁵

- 25 Oxera biedt ook economische ondersteuning aan ondernemingen in het kader van concentratiemeldingen bij de ACM en andere mededingingsautoriteiten.

¹² Oxera and a multi-jurisdictional team of lawyers led by Dr Assimakis Komninos (2009), 'Quantifying antitrust damages: towards non-binding guidance for courts', study prepared for the European Commission Directorate General for Competition, December.

¹³ Europese Commissie (2013), Praktische gids betreffende de begroting van schade bij schadeacties wegens inbreuken op artikel 101 of 102 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie".

¹⁴ Oxera (2012), Buyer power and its role in regulated transport sectors, prepared for the NMa, maart 2012.

¹⁵ Oxera (2013), Behavioural economics and its impact on competition policy, Prepared for The Netherlands Authority for Consumers and Markets (ACM), mei 2013.

4 De huidige staat van mededinging in Nederland

- 26 De eerste onderzoeksvraag die wij hebben geformuleerd is: wat zegt de bestaande literatuur over marktconcentratie en winstmarges over de staat van mededinging en de aanwezigheid van marktmacht in Nederland?
- 27 In de laatste jaren is er in de mededingingsgemeenschap van autoriteiten, academici en juridische en economische adviseurs veel discussie geweest over de vraag of de handhaving van de mededingingsregels voldoende effectief is geweest. Als onderdeel van deze discussie is er veel data verzameld en geanalyseerd over de concentratiegraad en gemiddelde winstgevendheid van het bedrijfsleven in sectoren en landen.¹⁶
- 28 Wij merken op dat de discussie rond stijgende marktconcentratie en winstmarges een belangrijke context vormt voor de discussie rond extra bevoegdheden voor de ACM.
- 29 Veel van het bewijs rond marktconcentratie en winstmarge richt zich op andere landen of bijvoorbeeld op Europees niveau. Een eerste onderdeel van ons onderzoek is dan ook om de data voor Nederland nader te beschouwen. De Bijl bespreekt beknopt de belangrijkste bevindingen uit een aantal onderzoeken.¹⁷ Op basis van ons onderzoek, menen wij dat dit de enige bronnen zijn met recente data voor Nederland.
- 30 We bespreken hoe de data voor Nederland eruitziet, zowel door de tijd alsook ten opzichte van Europa als geheel. Wij merken hierbij op dat geen van deze onderzoeken specifiek kijkt naar de invloed van onderdrempelige transacties op concentratiegraad en/of winstmarges.

4.1 Trends in de Verenigde Staten en Europa

- 31 Recente empirische studies hebben de evolutie van de concentratie van de industrie en winstmarges op bedrijfs- en bedrijfstakniveau onderzocht, waarbij een algemene toename van de concentratie en winstmarges werd gevonden.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld de literatuursamenvatting in Europese Commissie (2024), 'Protecting competition in a changing world: Evidence on the evolution of competition in the EU during the past 25 years', rapport, 24 juni, zie: https://competition-policy.ec.europa.eu/publications/ex-post-economic-evaluations_en (laatst bekeken op 26 januari 2025); en OESO (2024), "", working paper, 26 september, zie: https://www.oecd.org/en/publications/industry-concentration-in-europe_c4c371fb-en.html (laatst bekeken op 26 januari 2025).

¹⁷ De Bijl (2024), Mededingingstoezicht in beweging, M&M 2024-4, p. 145-152, Colciago, Favoino & De Haan (2020), Omzetconcentratie gaat gepaard met een lagere arbeidsinkomensquote. Economisch Statistische Berichten, 105(4787), 330-332, Van Heuvelen, Bettendorf & Meijerink (2019), Estimating markups in the Netherlands. CPB background document en Calligaris, Chaves, Criscuolo, De Lyon, Greppi & Pallanch, (2024), "Exploring the evolution and the state of competition in the EU", Protecting competition in a changing world, European Commissie.

Hoewel er in veel rechtsgebieden bewijs is van deze trends, richt onderzoek zich met name op de VS.¹⁸

- 32 De Europese Commissie herhaalt deze bezorgdheid in haar beoordeling van de ontwikkeling van de concurrentievoorwaarden in de EU in de afgelopen 25 jaar.¹⁹ Het onderzoek van de Europese Commissie bevat een uitgebreid literatuuroverzicht en toont aan dat de concentratie en marges in de EU de afgelopen 25 jaar weliswaar zijn toegenomen, maar nog steeds onder het niveau van de VS liggen, en dat de stijging gematigder is geweest.

4.2 Ontwikkeling van concurrentie in Nederland

- 33 De extrapolatie van de resultaten voor de VS en de EU naar Nederland is niet eenduidig. In dit hoofdstuk bespreken we daarom een aantal studies met gegevens over concentratieverhoudingen en/of marges die specifiek voor Nederland zijn.
- 34 De eerste data voor Nederland, die wij bespreken, is het onderzoek van De Loecker & Eeckhout (2018)²⁰ naar de ontwikkeling van marktmacht wereldwijd. Hun onderzoek bevat data over de ontwikkeling van winstmarges (ook wel: markups) tussen 1980 en 2016. Deze markup is de verhouding tussen de outputelasticiteit voor een of meerdere productiefactoren (de mate waarin de hoeveelheid output verandert per eenheid input) en het omzetaandeel (het aandeel van die productiefactor(en) in de omzet van een onderneming). Deze twee elementen worden op basis van ondernemingsinformatie bepaald, waarbij eerst een productiefunctie wordt geschat. Op basis van economische theorie wordt aangenomen dat in het geval van perfecte concurrentie de waarde van de markup gelijk is aan 1.²¹ Tabel 1.1 bevat de resultaten voor Nederland en een selectie van andere landen en gebieden en laat zien dat de waarden voor het niveau in 2016 alsook de ontwikkeling sinds 1980 voor Nederland relatief minder ongunstig is.

¹⁸ European Commissie (2024a), 'Protecting competition in a changing world: Evidence on the evolution of competition in the EU during the past 25 years', Publications Office of the European Union.

¹⁹ Jan De Loecker, Jan Eeckhout, Gabriel Unger, The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications, The Quarterly Journal of Economics, Volume 135, Issue 2, May 2020, Pages 561–644.

²⁰ Jan De Loecker & Jan Eeckhout (2018). Global market power (No. w24768). National Bureau of Economic Research.

²¹ CPB (2019) Estimating Mark-ups in the Netherlands, Background Document

Tabel 1.1 Ontwikkeling markups 1980-2016

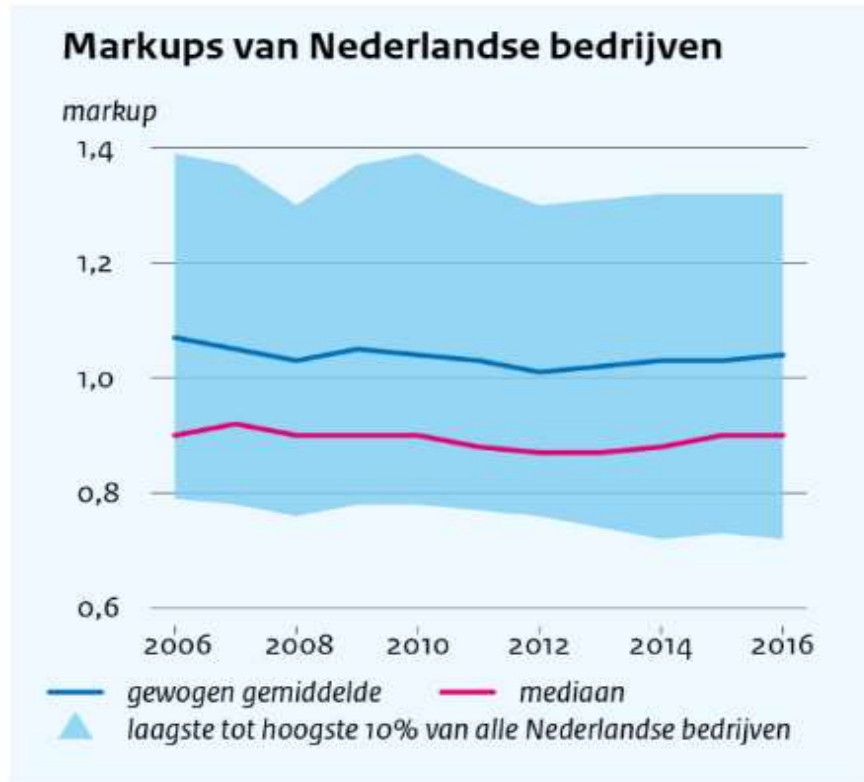
Geografie	Markup (2016)	Verschil markup (2016) met markup (1980)
Nederland	1.52	+0.47
Europa	1.64	+0.66
VS	1.78	+0.63
Wereldwijd	1.59	+0.52

Bron: De Loecker & Eeckhout (2018)

- 35 Het tweede onderzoek werd in 2019 uitgevoerd door het Centraal Plan Bureau (CPB).²² Het onderzoek kijkt naar de ontwikkeling van winstmarges (ook wel: markups) in de meeste Nederlandse industrieën tussen 2006 en 2015. Uit het onderzoek blijkt dat de marges in de meeste Nederlandse industrieën van 2006 tot 2015 stabiel waren, wat suggereert dat de bevindingen in de literatuur op basis van Amerikaanse en EU-bedrijven niet van toepassing zijn op Nederland. De belangrijkste bevindingen zijn geïllustreerd in Figuur 4.1.

²² CPB (2019), 'Markups of companies in the Netherlands'.

Figuur 4.1 Ontwikkeling van markup in Nederland



Bron: CPB (2019)

- 36 Dezelfde onderzoekers publiceerden ook een academisch artikel op basis van dezelfde gegevens.²³ In dit artikel suggereren de auteurs dat, onder bepaalde opzetspecificaties, de evolutie van de markup in Nederland tussen 2006 en 2016 stabiel of zelfs licht negatief was. De auteurs concluderen dat de keuze van de vrije variabele cruciaal is voor het bepalen van markup-trends. Het gebruik van tijdelijke arbeidsuren als vrije variabele resulteert in stabiele markeringen. Het gebruik van het totale aantal arbeidsuren leidt echter tot het verkrijgen van een toenemende trend in markups, in lijn met eerdere literatuur.
- 37 De derde studie werd in 2020 door een groep onderzoekers in Economische Statistische Berichten ('ESB') gepubliceerd. Hun analyses over de ontwikkeling van de Nederlandse arbeidsinkomensquote komen tot vergelijkbare conclusies over marktconcentratie als die van de CPB-nota. De studie maakt gebruik van gegevens van 2006 tot 2016. De studie gebruikt twee indicatoren voor concentratiegraad. De HHI is een index die wordt gebruikt om de mate van concentratie in een markt te bepalen op basis van de marktaandelen van alle

²³ Gerrit Hugo van Heuvelen, Leon Bettendorf, Gerdien Meijerink (2021), 'Markups in a dual labour market: The case of the Netherlands', International Journal of Industrial Organization, Volume 77.

ondernemingen.²⁴ De term CR5 staat voor het gecombineerde marktaandeel van de vijf grootste ondernemingen in een sector.

- 38 Figuur 4.2 bevat een overzicht van de bevindingen van dit ESB onderzoek. De studie vindt geen sterke toename van de beoordeelde concentratie-indexen. Tussen 2006 en 2016 steeg de mediane HHI slechts van 0,20 naar 0,21 en de mediane CR5 (die het gecombineerde marktaandeel van de vijf grootste bedrijven in elke sector meet) van 0,78 naar 0,80.²⁵

Figuur 4.2 Overzicht ontwikkeling concentratiegraad Nederlandse economie

	HHI		CR5	
	2006	2016	2006	2016
Minimum	0,002	0,004	0,05	0,10
1e kwartiel	0,07	0,08	0,48	0,53
Mediaan	0,20	0,21	0,78	0,80
3e kwartiel	0,45	0,41	0,98	0,97
Maximum	1	1	1	1
Gemiddelde	0,30	0,30	0,70	0,73
Standaarddeviatie	0,29	0,27	0,29	0,26

Bron: Colciago et al. (2020)

- 39 Het derde en meest recente onderzoek naar gegevens over marktconcentratie en winstmarges (markups) voor Nederland werd in 2024 uitgevoerd door onderzoekers van de OESO en andere instellingen.²⁶
- 40 Deze studie heeft tot doel gegevens van alle EU-lidstaten en andere landen te verzamelen om zowel marges als concentratieratio's te schatten. Vanwege de beschikbaarheid van gegevens wordt Nederland wel meegenomen in de beoordeling van de markup maatregel, maar niet in de concentratiemaatregelen.
- 41 De beoordeling van de markups wordt uitgevoerd aan de hand van gegevens voor de periode 2000 tot en met 2019. Figuur 4.3 geeft een overzicht van de

²⁴ Zie bijvoorbeeld: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Herfindahl_Hirschman_Index_\(HHI\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Herfindahl_Hirschman_Index_(HHI)) – (laatst bezocht op 28 februari 2025)

²⁵ Colciago, Favoino & De Haan (2020), Omzetconcentratie gaat gepaard met een lagere arbeidsinkomensquote. Economisch Statistische Berichten, 105(4787), 330-332

²⁶ Calligaris, Chaves, Criscuolo, De Lyon, Greppi & Pallanch, (2024), "Exploring the evolution and the state of competition in the EU", Protecting competition in a changing world, European Commissie.

ontwikkeling van de marges die zijn gevonden voor de Europese landen die in de analyse zijn opgenomen. De resultaten voor Nederland wijzen op een stijging in het begin van de jaren 2000 en vervolgens een terugkeer naar het referentieniveau van 2000 aan het einde van de tijdreeks. De resultaten suggereren ook dat de resultaten voor Nederland relatief lager zijn in vergelijking met de meeste andere landen die in de analyse zijn opgenomen.

Figuur 4.3 Overzicht van markup ontwikkeling over tijd voor verschillende Europese landen



Opmerking: De grafiek toont de gemiddelde logwijzigingen van markeringen in de landen die tot de markeringssteekproef behoren. Het zet logmarkeringen uit en indexeert het 2000-niveau op 0. De verticale assen geven dus log-verschillen weer ten opzichte van het startjaar en benaderende procentuele groeipercentages. De opgenomen industrieën omvatten alle 3-cijferige industrieën die behoren tot de sectoren mijnbouw, productie, nutsbedrijven en niet-financiële marktdiensten. De trend van "Anderen" aggregeert AUT, BGR, IRL, LUX en LVA.

Bron: OECD berekeningen in Calligaris et al. (2024)

- 42 Verder zijn er nog twee onderzoeken met meer recente data. Beide rapporten analyseren de ontwikkeling van consumentenprijzen en gaan in op de vraag of de verandering van de prijzen kan worden verklaard door stijgende winsten en/of andere elementen zoals invoerprijzen en lonen.

- 43 Een rapport van het CPB uit oktober 2023²⁷ kijkt naar de ontwikkeling van consumentenprijzen vanaf 2004 tot en met midden 2023 en maakt een onderverdeling naar een aantal factoren waaronder winstmarge (bruto-exploitatiesaldo). Figuur 4.4 bevat een overzicht en laat zien dat een groeiende winstmarge een van de drijvers was van stijgende consumentenprijzen.

Figuur 4.4 Decompositie van de inflatie van consumentenprijzen (2004-2023)



Bron: CPB (2023)

- 44 Een rapport van de Rabobank van 12 oktober 2023²⁸ bevat een soortgelijke analyse. De analyse van Rabobank gebruikt een iets andere groep van verklarende factoren. Rabobank komt tot een zeer vergelijkbare discussie in de zin dat zij eenzelfde stijging van operationele winsten vanaf het begin van 2021 waarnemen.

4.3 Empirisch onderzoek en marktmacht: het economische debat

- 45 Voor de duiding van deze resultaten is het van belang om op te merken dat er in academische kringen discussie is over de robuustheid van de bevindingen van dergelijke studies.²⁹

²⁷ Centraal Planbureau (2023), Uitsplitsing van de inflatie in Nederland, 24 oktober 2023 – via: <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-PUBLICATIE-Uitsplitsing-van-de-inflatie-in-Nederland.pdf> - (laatst bekeken op 26 maart 2025)

²⁸ Rabobank (2023), Grote verschillen tussen sectoren in ontwikkeling operationele winsten, 12 oktober 2023 – via: <https://www.rabobank.nl/kennis/d011397017-grote-verschillen-tussen-sectoren-in-ontwikkeling-operationele-winsten> (laatst bekeken op 26 maart 2025)

²⁹ Shapiro, C. and Yurukoglu, A. (2024), 'Trends in Competition in the United States: What Does the Evidence Show?', Journal of Political Economy Microeconomics.

- 46 Deze discussie speelt op twee niveaus.
- 47 In de eerste plaats is er debat over de vraag of de wijze waarop de data voor concentratie en winstmarges wordt gemeten voldoende aansluit bij de wijze waarop marktmacht in (economische) mededingingsanalyses wordt onderzocht. Een van de argumenten is relevant in de context van deze analyse: namelijk dat deze empirische studies data op nationaal niveau gebruiken. Dat betekent dat ze weinig zeggen over de ontwikkeling van marktmacht op regionaal of lokaal niveau.
- 48 In de tweede plaats is er debat over de vraag of de toenemende waarden van indicatoren zoals concentratiegraad en winstmarge inderdaad uitsluitend wijzen op toenemende marktmacht van ondernemingen. De auteurs van een onderzoek uit 2021 over dit onderwerp, beschrijven deze discussie als volgt:

"Broadly speaking, the economics profession is split into two fields, although most papers take a more nuanced approach: On the one hand, there are those authors who believe that concentration as well as rising markups and profits are "good," since they are a manifestation of efficiency and superior technology due to new inventions and adoption of innovations. On the other hand, there are those authors who believe that rising concentration as well as increasing markups and profits are "bad," since they are a manifestation of rising market power, the strategic erection of market entry barriers, and, ultimately, of a less dynamic economic environment and declining productivity." ³⁰

4.4 Bevindingen

- 49 In dit hoofdstuk wordt ingegaan op het empirisch onderzoek tot nu toe naar de aanwezigheid van marktmacht, met een focus op Nederland. Dit om na te denken over de vraag of Nederland vergelijkbare ontwikkelingen doormaakt in termen van toegenomen aanwezigheid van marktmacht ten opzichte van de VS of Europa (als geheel).
- 50 Als eerste merken wij op dat er in deze studies in algemene zin gekeken wordt naar de ontwikkeling van kengetallen als benadering van marktmacht, maar niet specifiek naar het effect van onderdrempelige transacties op deze marktmacht.
- 51 Onze eerste bevinding is dat de algemene onderzoeken naar marktmacht in Nederland suggereren dat de positie van Nederland ten opzichte van andere Europese landen en de VS relatief minder ongunstig is. Daarnaast merken we op dat het aantal studies beperkt is en dat er een vertraging is wat betreft de

³⁰ Affeldt, P, T Duso, K Gugler and J Piechucka (2021), 'DP15699 Market Concentration in Europe: Evidence from Antitrust Markets', CEPR Discussion Paper No. 15699. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp15699> Een van auteurs, professor Duso, is lid van de Economic Advisory Group on Competition Policy, een discussieforum over mededingingsbeleid tussen academici met een erkende reputatie op het gebied van industriële organisatie. Het belangrijkste doel is om DG Concurrentie te ondersteunen bij het verbeteren van de economische redenering in de analyse van het concurrentiebeleid. - https://competition-policy.ec.europa.eu/chief-competition-economist/eagcp_en (laatst bezocht op 23 maart 2025)

gebruikte gegevens, waarbij de meest recente studie gegevens tot en met 2019 gebruikten.

- 52 Onze laatste bevinding is dat er binnen de economische wetenschap discussie is over de vraag wat de uitkomsten van empirische studies rondom indicatoren zoals concurrentiegraad en/of winstmarges ons zeggen over de ontwikkeling van marktmacht.

5 Onderdrempelige transacties in Nederland

- 53 De tweede onderzoeksvraag kijkt naar de omvang en het effect van onderdrempelige transacties in Nederland. Een beter begrip van deze twee elementen helpt om te kunnen inschatten hoe groot het probleem van de vorming van marktmacht door seriële overnames in Nederland is.
- 54 De term onderdrempelige transacties beschrijft de groep transacties die niet onder de huidige drempels voor een verplichte melding aan de ACM valt. Een deel van deze transacties kan leiden tot negatieve effecten voor consumenten. Het Wetsvoorstel noemt drie specifieke vormen:
- Kralen rijgen;
 - Killer acquisitions; en
 - Transacties in kleine lokale of niche markten.
- 55 Een schatting van het aantal seriële overnames (dat leidt tot de vorming van marktmacht) helpt bij het inschatten van het negatieve maatschappelijke effect. Een schatting van het aantal problematische seriële overnames ten opzichte van het totale aantal transacties helpt bij het inschatten van het aantal transacties dat door een (onbeperkte) inroepbevoegdheid onderzocht kan worden.

5.1 Aantal transacties in Nederland

- 56 Het startpunt van onze analyse is data van het Centraal Bureau voor de Statistiek ('CBS') over het aantal transacties in Nederland. Wij begrijpen dat het CBS deze verzamelt op basis van het handelsregister van de Kamer van Koophandel. Daarnaast hebben wij data verzameld over het aantal transacties dat per jaar bij de ACM wordt gemeld.³¹

³¹ ACM Jaarverslag 2024, Tabel 8a – via: <https://www.acm.nl/system/files/documents/acm-jaarverslag-2024.pdf> (laatst bezocht op 21 maart 2025)

Tabel 1.1 Aantal transacties en concentratiemeldingen 2019-2024

Jaar	Aantal transacties in Nederland	Aantal concentratiemeldingen bij ACM
2020	6.425	89
2021	7.235	169
2022	8.360	144
2023	4.775	120
2024	5.355	152

Bron: CBS, ACM

- 57 De data in Tabel 1.1 laat zien dat het aantal transacties dat in Nederland plaatsvindt in de laatste jaren vele malen groter is dan het aantal transacties dat (momenteel) bij de ACM moet worden gemeld. Het verschil tussen beide kolommen geeft een benadering van het aantal onderdrempelige transacties in Nederland.
- 58 Wij merken op dat het daadwerkelijke aantal kan afwijken van deze schatting. Zo is er een groep concentraties waarbij Nederlandse ondernemingen zijn betrokken en die worden onderzocht door de Commissie. Ter illustratie: de Commissie ontvangt de laatste jaren tussen de 350 en 400 concentratiemeldingen.³² Een deel van deze meldingen ziet (ook) op activiteiten in Nederland. Zelfs als alle concentratiemeldingen bij de Commissie betrekking hebben op Nederlandse markten, dan blijft ons inziens de conclusie overeind dat de groep onderdrempelige transacties een veelvoud is van het aantal transacties waarbij Nederlandse ondernemingen zijn betrokken en die bij de ACM dan wel de Commissie moeten worden gemeld.

5.2 Aantal onderdrempelige transacties

- 59 In het vervolg van dit hoofdstuk bespreken wij of en, zo ja, hoe het mogelijk is om te schatten hoeveel van de verschillende typen onderdrempelige transacties in Nederland plaatsvinden. Dit is een tussenstap om te kunnen komen tot een schatting van het aantal onderdrempelige transacties dat leidt tot een negatieve uitkomst voor consumenten doordat deze leiden tot een positie van marktmacht. Voor elk van de drie typen onderdrempelige transacties volgen wij dezelfde aanpak. Eerst proberen wij een definitie te geven van het type transactie. Op basis van deze definitie proberen wij een schatting te maken van het aantal transacties dat aan deze definitie voldoet.
- 60 De transactiedata die wij gebruiken voor deze analyse is afkomstig van Dealogic. Wij hebben voor deze databank gekozen omdat het CBS geen gegevens over

³² Zie: https://competition-policy.ec.europa.eu/mergers/statistics_en - (laatst bezocht op 21 maart - 2025)

individuele transacties publiceert. Als onderdeel van ons onderzoek hebben we ook naar andere bronnen gekeken zoals als Capital IQ en LSEG Workspace. Onze keuze voor Dealogic is gebaseerd op de hoeveelheid transacties met Nederlandse doelwitondernemingen en de hoeveelheid informatie over deze transacties. Annex A1 bevat een beschrijving van de data en bewerking daarvan.

- 61 Wij merken op dat de Dealogic dataset veel minder transacties bevat ten opzichte van de aantallen gerapporteerd door het CBS. Daarnaast hebben wij geen andere bronnen die inzicht geven in de vorm van de transacties die niet in de Dealogic dataset zijn opgenomen. De combinatie maakt dat onze bevindingen illustratief zijn, omdat wij niet in staat zijn om na te gaan of de transacties in onze dataset representatief zijn voor alle transacties in Nederland.

5.2.1 Kralen Rijen

- 62 Het Wetsvoorstel en de publicaties van de bestuursvoorzitter van de ACM definiëren kralen rijen als het opbouwen van een positie marktmacht door een reeks transacties. In dit onderzoeksrapport maken we onderscheid tussen drie type transacties:
- Enkele transacties, waarbij een onderneming een enkele transactie onderneemt binnen een bepaalde tijdspanne;
 - Seriële transacties, waarbij een onderneming meerdere transacties onderneemt in een bepaalde tijdspanne, maar waarbij deze overgenomen bedrijven niet in dezelfde sector / afzetgebied opereren; en
 - 'Kralen Rijen' transacties, waarbij een ondernemingen meerdere transacties onderneemt in dezelfde sector, binnen een bepaalde tijdspanne.
- 63 Vervolgens hebben wij naar de sectoren/industrieën gekeken. De Dealogic dataset geeft informatie over de sector van zowel de koper als de verkoper, gebaseerd op de North American Industry Classification System ('NAICS').³³ Deze industrieën kunnen op meerdere 'niveaus' gematcht worden. Een vergelijking van sector level 2 zal vaker een 'match' geven, terwijl een vergelijking op sector level 6 eventueel minder vaak een match geeft. Als voorbeeld, de gehele industrie 'agriculture, forestry finishing and hunting' is een level 2 classificatie; terwijl, hieronder vallend, 'Fruit and Tree Nut Farming' en 'Vegetable and Melon Farming' level 4 classificaties zijn. 'Grape vineyards' en 'Strawberry Farming' zijn level 6 classificaties (vallend onder 'Fruit and Tree Nut Farming').
- 64 Er zitten voor en nadelen aan de verschillende manieren van matchen. Als men kijkt naar een zeer gedetailleerde matching (niveau 5 of 6), is het met meer zekerheid te zeggen dat alle transacties die als 'kralen rijen' worden aangewezen ook daadwerkelijk transacties in dezelfde (mededingingsrechtelijke) markt zijn. Echter is de afbakening van een mededingingsrechtelijke markt potentieel zodanig anders dan NAICS industrie

³³ Zie: https://www.census.gov/naics/reference_files_tools/2022_NAICS_Manual.pdf - (laatst bekeken op 26 januari 2025)

level 6 (die zeer nauw is), waardoor er een aannemelijke kans is dat transacties die potentieel als kralen rijgen gezien kunnen worden, niet worden opgemerkt. Dat zou dus spreken voor een match op lager niveau.

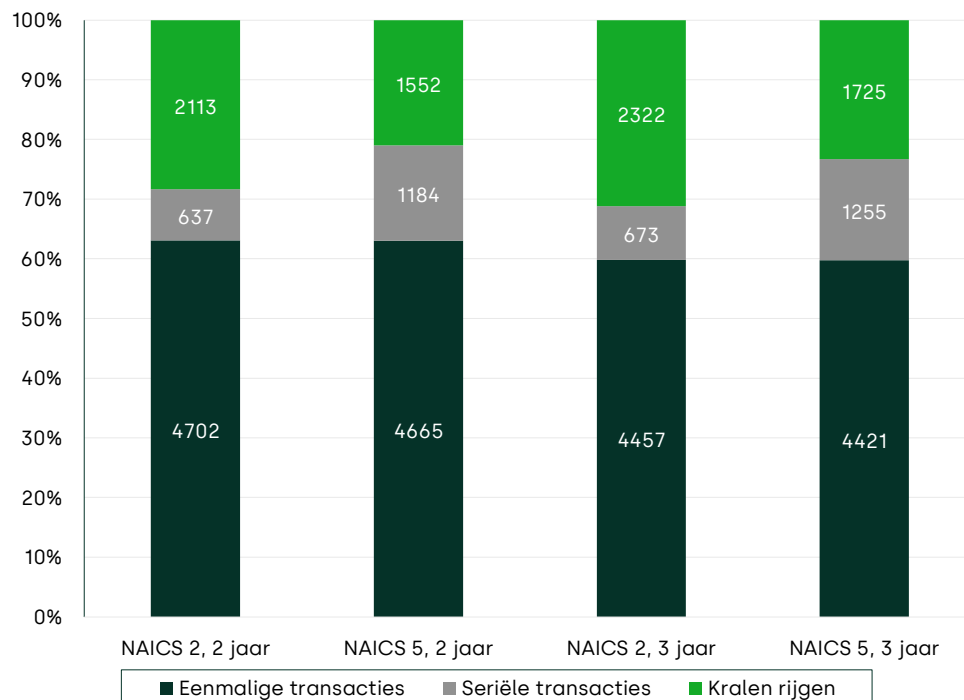
65 Wij passen de volgende scenario's / assumpties toe:

- Niveau van industrie matching: wij presenteren de resultaten voor industrie matching op niveaus 2 en 5.
- Maximale tijdspanne tussen twee transacties om als 'serieel' of 'kralen rijgen' te worden aangemerkt: 2 jaar en 3 jaar.
- Minimum aantal transacties die nodig zijn om als reeks aangemerkt te worden: we gaan uit van 2 als basis, maar bekijken ook hoedanig de resultaten veranderen als we er vanuit gaan dat minstens 3 transacties nodig zijn voor een serie (al dan niet in dezelfde sector).

Resultaten

66 Figuur 5.1 toont de resultaten van deze analyse voor vier verschillende scenario's, die verschillen in het niveau waarop de industrie is gematcht (NAICS 2 of NAICS 5) en de tijdspanne die tussen twee transacties mag zitten om als serieel aangemerkt te worden (2 jaar of 3 jaar).

Figuur 5.1 Onderverdeling Nederlandse transacties



Bron: Oxera analyse van Dealogic dataset

- 67 Onze analyse laat zien dat het grootste gedeelte van de transacties kan worden gekenmerkt als een eenmalige transactie. Wat wel blijkt is dat als een bedrijf meerdere overnames doet binnen 2 of 3 jaar, dit vaker in dezelfde industrie is dan niet. Afhankelijk van het scenario, kan 20% tot 30% van de transacties aangemerkt worden als 'kralen rijgen'.
- 68 Wij hebben ook gekeken naar de industrieën waar transacties aangemerkt als 'kralen rijgen' plaatsvinden. De industrieën waarin de meeste 'kralen rijgen' transacties plaatsvinden, zijn 'information' en 'professional, scientific, and technical services' (beide ongeveer 20% van de transacties).³⁴ Daarna volgen 'manufacturing' (12%) en 'administrative and suportive and waste management and remediation' (9%). In totaal vinden er 'kralen rijgen' transacties plaats in 20 verschillende 'NAICS niveau 2' sectoren. Wij menen dat deze verdeling over sectoren dynamisch is en dus kan veranderen in de komende jaren.

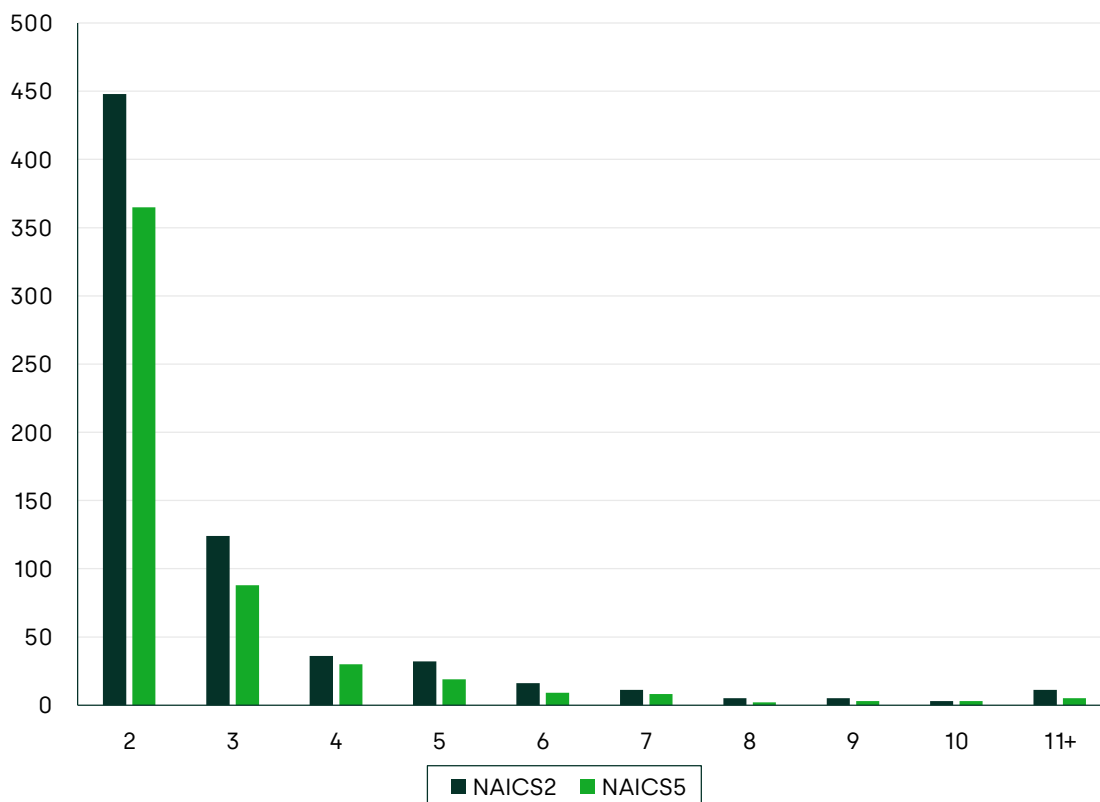
Gevoeligheidsanalyse op aantal transacties voor 'kralen rijgen'

- 69 Wij hebben deze resultaten verder onderzocht. Het blijkt namelijk, zoals aangegeven in onderstaande figuur, dat de overgrote meerderheid van de 'kralen rijgen' transacties slechts een reeks van twee transacties zijn: in slechts een klein gedeelte van de transacties gaat het om een ketting van drie of meer transacties. Ter vergelijking: in een recente transactie die door de ACM als 'kralen rijgen' werden aangemerkt, ging het om zeventien transacties in een periode van vijf jaren.³⁵

³⁴ Dit zijn NAICS level 2 industrieën, dat wil zeggen de clustering op het meest geaggregeerde niveau.

³⁵ Zie: <https://www.acm.nl/nl/publicaties/palletverkoper-foreSCO-mag-dwp-en-vierhouten-overnemen-acm-toetst-strategie-kralen-rijgen> - (laatst bezocht op 28 februari 2025)

Figuur 5.2 Overzicht van grootte van reeks in groep 'kralen rijgen'



Bron: Oxera analyse van Dealogic dataset

Noot: Dit gaat om reeksen waarbij maximaal twee jaar tussen twee transacties zit.

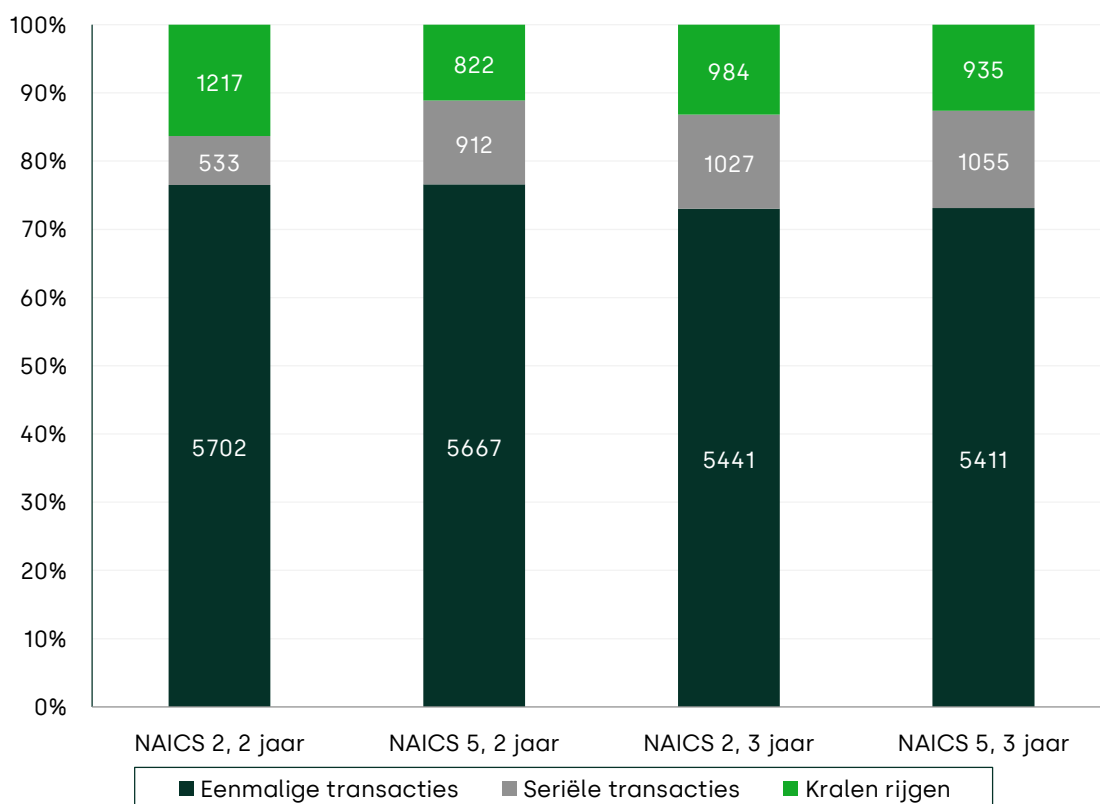
70 Zoals figuur 5.2 laat zien, bevat het merendeel (65% bij NAICS2 en 69% bij NAICS5) van de reeksen kralen rijgen slechts twee transacties. Dit komt erop neer dat van alle transacties die als kralen rijgen worden aangemerkt, 42% (NAICS2) en 47% (NAICS5) onderdeel zijn van een reeks van twee. Slechts 17% van de 'kralen rijgen' reeksen bevat meer dan drie transacties (NAICS2); dit komt neer op 33% van alle transacties. In totaal zijn er 19 reeksen in de data te vinden waar 10 of meer transacties in dezelfde industrie plaatsvinden, waarvan een aantal met meer dan 30 aankopen.³⁶

71 Verder hebben wij de volgende gevoeligheidsanalyse uitgevoerd. Als we naar dezelfde data kijken als in Figuur 5.1, maar aannemen dat er minstens 3 overnames moeten plaatsvinden om de reeks als 'serieel' of 'kralen rijgen' te classificeren, veranderen de resultaten aanzienlijk.

³⁶ Dit geldt voor sectoren op niveau NAICS2 en NAICS5.

72 Zoals Figuur 5.3 laat zien, valt ongeveer 75% van de transacties in de categorie 'eenmalige transacties'.

Figuur 5.3 Onderverdeling Nederlandse transacties (Kralen Rijen minstens 3 transacties)



Bron: Oxera analyse van Dealogic dataset

5.2.2 Killer acquisitions

73 Met killer acquisitions wordt geduid op overnames waarbij ondernemingen die werken aan nieuwe en innovatieve technologieën worden overgenomen, en waar de rationale van de transactie is (i) om de ontwikkeling van deze technologieën te stoppen omdat deze de huidige en/of toekomstige activiteiten van de koper bedreigen, of (ii) omdat deze technologieën de koper in staat stelt hun huidige marktmacht verder te versterken. Op het moment dat deze technologieën nog niet zijn uitontwikkeld of commercieel beschikbaar zijn, is het mogelijk dat de betrokken ondernemingen op moment van overname een (beperkte) omzet genereren onder de drempelwaarde voor concentratiemelding. Tegelijkertijd kan potentie van een nieuwe technologie groot zijn om in de toekomst significante omzet te genereren en een impuls te geven aan de concurrentie.

- 74 Deze definitie kijkt dus niet alleen naar karakteristieken van de transacties, maar ook naar rationale of huidige marktpositie. Een indirecte benadering is om te kijken naar transacties waar de verhouding tussen de transactiewaarde en de omzet relatief hoog is. Deze verhouding kan suggereren dat de waarde van de onderneming wordt gedreven door toekomstige opbrengsten, bijvoorbeeld door innovatieve nieuwe producten. Hier geldt dat de Dealogic dataset wel velden bevat om deze parameters te verzamelen, maar dat de aanwezige data veelal niet beschikbaar/compleet is. Om deze reden is het niet mogelijk om aan de hand van de Dealogic dataset iets te zeggen over het aantal transacties in Nederland in deze categorie.

5.2.3 Transacties in kleine lokale of niche markten

- 75 De derde categorie onderdrempelige transacties die wij hier bespreken zijn transacties in kleine lokale of niche markten.
- 76 De definitie van deze groep transacties is direct gekoppeld aan de omvang van de markt. In het kader van mededingingsonderzoek spreken wij van een relevante markt: de groep van alternatieven die door afnemers als zodanig gelijkwaardig wordt beschouwd dat zij in geval van prijsstijgingen als alternatief kunnen dienen.
- 77 Ook hier geldt dus dat het niet mogelijk is op basis van de Dealogic dataset iets te zeggen over het aantal transacties in Nederland in deze categorie.

5.3 Bevindingen

- 78 Onze belangrijkste bevinding is dat de beschikbare data (de Dealogic dataset) ons niet in staat stelt om een nauwkeurige inschatting te maken van het aantal onderdrempelige transacties als basis voor een analyse naar de positieve effecten van het tegengaan van problematische onderdrempelige transacties.
- 79 De illustratieve analyse van de Dealogic dataset laat zien dat tussen de 21% en de 31% van de seriële transacties geclassificeerd kan worden als kralen rijgen. Hierbij merken wij op dat deze resultaten gevoelig zijn voor de gehanteerde definitie.
- 80 Verder onderzoek van Dealogic dataset laat zien dat het grootste deel van de transacties in de groep kralen rijgen bestaat uit een reeks van twee transacties.

6 Inroepbevoegdheid in de praktijk

- 81 De doelstelling van de ACM en het Wetsvoorstel zijn om onderdrempelige transacties die negatieve effecten hebben voor consumenten door de vorming of versterking van marktmacht te voorkomen.
- 82 In dit hoofdstuk gaan wij in op de vraag hoe de problematische onderdrempelige transacties geïdentificeerd kunnen worden. Ondanks het feit dat we door een gebrek aan data niet precies kunnen duiden over hoeveel onderdrempelige transacties het gaat, menen wij dat het nuttig is om bij deze volgende stap stil te staan om een beter beeld te krijgen hoe een inroepbevoegdheid in de praktijk kan werken.
- 83 Als eerste kijken we inhoudelijk naar marktmacht in een economische mededingingsanalyse om te illustreren hoe de ACM en straks fuserende ondernemingen tot een oordeel (moeten) komen over marktmacht en de vraag of een transactie leidt tot de vorming of versterking van marktmacht. Deze beschouwing heeft als doel om aan te geven, zoals het Wetsvoorstel dat ook doet, dat niet iedere onderdrempelige transactie negatieve effecten heeft. Daarnaast willen we met deze beschouwing ook een indruk geven hoe al dan niet eenduidig de notie van marktmacht en daarmee het beoordelingskader voor onderdrempelige transacties is, na de invoering van een inroepbevoegdheid.
- 84 Als tweede kijken we procedureel naar transacties en gaan we na hoe een inroepbevoegdheid van invloed kan zijn op het proces van het sluiten en finaliseren van een transactie.

6.1 Analyse van marktmacht

- 85 Het Wetsvoorstel bevestigt dat bij de inroepbevoegdheid de inhoudelijke test overeenkomt met de huidige test voor meldingsplichtige transacties. Wij menen dat het om die reden redelijk is om hetzelfde beoordelingskader te gebruiken.
- 86 Alvorens deze uiteen te zetten is het goed om op te merken dat de analyse in concentratiezaken prospectief is: de toets of de transactie leidt tot de vorming of versterking van marktmacht kijkt vooruit naar de periode na het afronden van de transactie. Het vraagt dus om een vooruitkijkende blik. Het Hof van Justitie reflecteert hierop als volgt in een uitspraak uit 2023:

81. That review can therefore be distinguished from ex post review of agreements between undertakings, decisions by associations of undertakings and concerted practices referred to in Article 101 TFEU and abuses of a dominant position referred to in Article 102 TFEU.

[...]

83. Those prospective analyses, which, more often, are complex, are necessarily more uncertain than ex post analyses.³⁷

³⁷ Uitspraak Europees Hof van Justitie van 13 juli 2023 in zaak Case-376/20 P, Europese Commissie v. CK Telecoms UK Investments Ltd

87 Wij onderscheiden daarbij vier stappen die typisch in een (economische) mededingingsanalyse van een horizontale transactie³⁸ worden doorlopen:

- Afbakening van de relevante markten;
- Positie van koper en doelwitonderneming;
- Vermogen van andere marktpartijen om gecombineerde onderneming te disciplineren; en
- Efficiënties.

6.1.2 Afbakening van relevante markten

88 De eerste stap bestaat uit het afbakenen van de relevante markten. De relevante productmarkt omvat alle producten dan wel diensten die voor afnemers zodanig gelijkwaardig zijn dat zij in geval van kleine prijsstijgingen tussen deze producten zouden wisselen. De relevante geografische markt omvat het gebied waarbinnen afnemers alternatieven overwegen als zij producten dan wel diensten afnemen.

89 In veel gevallen bevatten oude besluiten van de ACM en andere toezichthouders een eerste aanknopingspunt voor hoe deze markten in het verleden zijn afgebakend. Daarbij moet het voorbehoud worden gemaakt dat autoriteiten in zaken waar er geen standpunt ingenomen hoeft te worden rondom de relevante markt(en), omdat dit niet tot een andere uitkomst leidt, veelal geen positie innemen.

90 Deze stap is met name van belang voor de beoordeling van onderdrempelige transacties in kleine lokale of niche markten. Bij deze transacties zal de marktafbakening een belangrijke rol spelen. Immers: een markt is een niche markt als een voldoende grote groep afnemers vindt dat er inderdaad geen alternatieven zijn. Om te concluderen dat een transactie leidt tot marktmacht op een lokale markt, moet eerst worden vastgesteld hoever afnemers willen reizen om een alternatief product dan wel dienst te kopen.

91 In de praktijk zien wij regelmatig dat de relevante markten die door mededingingsautoriteiten worden overwogen niet direct aansluiten bij de rapportages van ondernemingen. Dit maakt dat het verzamelen van data voor een specifiek product of geografisch gebied niet eenvoudig is. Het betekent ook dat marktaandeelen eerder geschat moet worden en daarmee mogelijk minder accuraat zijn.

³⁸ Wij merken op dat de analyse voor niet-horizontale concentraties verschillende punten afwijkt. Wij hebben ervoor gekozen om ons alleen op horizontale concentraties te richten, omdat dit type transactie meer voor de hand ligt bij de typen onderdrempelige transacties waar het Wetsvoorstel zich op richt. Daarnaast richt onze versimpelde weergave zich op zogenaamde unilaterale effecten in tegenstelling tot gecoördineerde effecten

6.1.3 Positie van koper en doelwitonderneming

- 92 Wij delen het standpunt uit het Wetsvoorstel dat fusie- en overnametransacties positieve effecten kunnen hebben. Fusies en overnames leiden mogelijk tot synergievoordelen en een efficiëntere verdeling van productiemiddelen. Deze voordelen kunnen leiden tot een gelegenheid en prikkel om na de transactie de prijzen te verlagen of kwaliteit te verhogen.
- 93 Echter, elke fusie tussen twee direct concurrerende bedrijven leidt ook tot tenminste *een prikkel* om prijzen te verhogen of kwaliteit te verlagen: immers, waar voorheen de bedrijven nog gedisciplineerd werden door mogelijke verschuiving van klanten naar de andere partij, vervalt deze specifieke concurrentiedruk na de transactie. Een belangrijke vraag in de context van fusiecontrole is dan ook, *in hoeverre* de marktomstandigheden de fuserende partijen de ruimte geven om te handelen op basis van deze prikkel om prijzen te verhogen of kwaliteit te verlagen.
- 94 Om deze prikkel te beoordelen wordt allereerst veelal gebruik gemaakt van marktaandelen. Mededingingsautoriteiten maken veelal gebruik van marktaandelen om een eerste inschatting te maken welke (overlappende) activiteiten van de koper en de doelwitonderneming verder te onderzoeken.
- 95 Wanneer we vanuit economisch perspectief naar de prikkel van ondernemingen kijken om na een transactie hun prijzen te verhogen dan wel kwaliteit te verlagen, dan zien we dat marktaandelen een imperfecte benadering zijn. Om tot een nauwkeuriger beeld te komen is het nodig om inzicht te krijgen in het overstapgedrag van afnemers en winstmarges. Op basis van deze parameters kan de vraag worden beantwoord of het voor de fuserende ondernemingen winstgevend is om na de transactie hun prijzen te verhogen (dan wel hun kwaliteit te verlagen). Deze analyse laat zien dat, *ceteris paribus*, de prikkel om prijzen te verhogen hoger is naarmate de toegevoegde marktaandelen hoger zijn (dus ook bij een reeks van overnames die samen leiden tot een hogere toename van het marktaandeel van de koper), en/of als de winstmarge van de overgenomen partij hoger is.
- 96 In Annex A2 wordt dit verder uiteengezet aan de hand van een veelgebruikt economisch model (het GUPPI-model).
- 97 In de praktijk maken wij regelmatig mee dat ondernemingen data rondom overstapgedrag van hun eigen afnemers of afnemers van concurrenten, dan wel andere parameters voor economische analyses, niet voorhanden hebben. Dit bemoeilijkt de analyse van marktmacht.

6.1.4 Disciplinerende werking van andere marktpartijen

- 98 Een volgende stap bij de economische beoordeling van concentraties is – in het geval de fuserende partijen een materiële prikkel hebben om de prijzen te verhogen dan wel de kwaliteit te verlagen – de beoordeling of andere marktpartijen de fuserende partijen voldoende kunnen disciplineren.

- 99 Net als in het voorgaande speelt het overstapgedrag van afnemers een rol. Als er meerdere derde partijen zijn waar afnemers naar kunnen en willen overstappen dan ligt het meer voor de hand dat andere marktpartijen de fuserende partijen kunnen disciplineren.
- 100 Daarnaast speelt ook de aard van het productieproces een rol. In de economische mededingingsanalyse speelt de mogelijkheid van bestaande of nieuwe producenten om in reactie op prijsstijgingen tot de markt toe te treden een rol. Bij markten met lage toetredingsbarrières betekent dit dat ook ondernemingen die (nog) niet op de relevante markt actief zijn een disciplinerende werking kunnen hebben op fuserende ondernemingen.
- 101 Als laatste groep marktpartijen die een disciplinerende werking kunnen hebben op fuserende ondernemingen noemen wij afnemers. In specifieke gevallen kan het zo zijn dat de onderhandelingsmacht van afnemers ten opzichte van hun leverancier zodanig is dat zij de prikkel van fuserende ondernemingen om hun prijzen te verhogen dan wel kwaliteit te verlagen teniet kan doen.

6.1.5 Efficiënties

- 102 Het vierde en laatste element kijkt naar efficiënties.
- 103 Binnen een mededingingsanalyse kunnen de eventuele negatieve effecten van een transactie worden afgewogen tegen de positieve effecten van deze transactie. Efficiënties zijn de meest voorkomende vorm van positieve effecten van een transactie. Volgens de Richtsnoeren Horizontale Fusies³⁹ mogen deze efficiënties worden meegewogen wanneer deze aan ieder van de volgende drie criteria voldoen:
- Voordeel voor consumenten: de efficiënties moeten een positief effect hebben op de consumenten in dezelfde relevante markt;
 - Specifiek voor de transactie: efficiënties zijn niet te realiseren op een alternatieve wijze met minder negatieve effecten voor de mededinging; en
 - Verifieerbaar: efficiënties moeten voldoende onderbouwd zijn en, waar mogelijk, gekwantificeerd.
- 104 Het Europees Hof van Justitie heeft in haar uitspraak in de zaak van de Europese Commissie tegen CK Telecoms aangegeven dat er geen juridische basis is voor het standaard toepassen van een efficiëntieverbetering voor concentraties in het GUPPI-model en andere economische modellen voor het modelleren van effecten van concentraties, omdat dit de bestaande bewijslast—die bij de fuserende ondernemingen ligt—omdraait.⁴⁰
- 105 Wanneer wij specifiek kijken naar (seriële) overnames van investeringsmaatschappijen, dan menen wij dat er iets valt te zeggen voor een

³⁹ Europese Commissie (2004) Richtsnoeren voor de beoordeling van horizontale fusies op grond van de Verordening van de Raad inzake de controle op concentraties van ondernemingen (2004/C 31/03)

⁴⁰ Case-376/20 P, Commission v CK Telecoms Investments Ltd, EU:C:2023:561., paras. 223-247

dergelijke aanname van efficiëntiewinst. Hierbij baseren wij ons op een aantal academische onderzoeken die laten zien dat de overnames van investeringsmaatschappijen relatief beter presenteren ten opzichte van andere kopers. Een recent artikel van wetenschappers aan de Vrije Universiteit Amsterdam onderzoekt de redenen waarom investeringsmaatschappijen betere resultaten boeken bij hun overnames en presenteert een overzicht van het academische onderzoek rondom dit thema.⁴¹ In dit artikel verwijzen de auteurs naar verschillende onderzoeken wanneer zij stellen dat (i) investeringsmaatschappijen zeer succesvol zijn geweest op het gebied van fusies en overnames, (ii) dat dit succes niet alleen kijkt naar financiële resultaten, maar ook naar het finaliseren van transacties en (iii) dat het relatieve succes van investeringsmaatschappijen ten opzichte van andere groepen kopers, waaronder ondernemingen, zou kunnen liggen in grote verschillen tussen prikkels voor managers binnen investeringsmaatschappijen en ondernemingen.⁴²

6.2 Rol van inroepbevoegdheid in transactieproces

106 In deze sectie proberen wij een beeld te geven van rol die de inroepbevoegdheid kan spelen in het transactieproces. Hierbij kijken we eerst naar de huidige praktijk om vervolgens in te gaan op mogelijke veranderingen in reactie op de invoering van een inroepbevoegdheid

6.2.1 Concentratiecontrole en meldingsdrempels

107 Onder de huidige regels is het voor ondernemingen relatief eenvoudig om vast te stellen of de transactie door de ACM onderzocht wordt: de meldingsdrempels zijn geformuleerd op basis van omzetcijfers. Het arrest van het Europese Hof van Justitie in Illumina/Grail geeft aan dat het vormgeven van de meldingsdrempels voor transacties ook ziet op overwegingen zoals de voorspelbaarheid voor het bedrijfsleven.

"Undertakings that are potentially subject to notification and standstill obligations must be able easily to determine whether their proposed transaction must be the subject of a preliminary examination and, if so, by which authority, and when a decision of that authority relating to that deal may be expected." (HvJEU, Illumina/Grail, para 208)

108 De eenduidigheid van de omzetsdrempels voor concentratiecontrole maakt dat het voor de betrokken ondernemingen relatief duidelijk is hoe hiermee omgegaan moet worden binnen de transactieovereenkomst. Immers, bij het aangaan van de

⁴¹ Paumen, T., Kroon, D., & Khapova, SN. (2023). How private equity investors drive M&A performance. In C. L. Cooper, & S. Finkelstein (Eds.), *Advances in Mergers and Acquisitions* (pp. 131-154). (Advances in Mergers and Acquisitions; Vol. 22). Emerald Insight - <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20230000022009>

⁴² Zie onder meer: Aleszczyk, E., & Vasvari. (2017). Why private-equity funds outperform their corporate equivalents. - <https://www.london.edu/think/why-private-equity-funds-outperform-their-corporate-equivalents> (laatst bezocht op 7 april 2025); Burth, B., & Reißig-Thust, S. (2019). Private equity deal success and pre-acquisition determinants– Empirical evidence from Germany. *Applied Economics*, 51(2), 141–154 en Gohil, R. K., & Vyas, V. (2016). Private equity performance: A literature review. *The Journal of Private Equity*, 19(3), 76–88.

overeenkomst is het helder of een transactie gemeld moet worden. In dat geval wordt de toestemming van de ACM een ontbindende voorwaarde voor de koopovereenkomst. Met andere woorden: de betrokken ondernemingen komen overeen dat de transactie alleen kan worden gefinaliseerd nadat goedkeuring van de ACM is ontvangen.

6.2.2 Effect van inroepbevoegdheid op transactieproces

- 109 Het startpunt van onze analyse is de definitie van de inroepbevoegdheid in het Wetsvoorstel, die de ACM de mogelijkheid geeft om alle transacties van ondernemingen met activiteiten in Nederland te onderzoeken. Wij sluiten niet uit dat deze definitie in de komende periode zodanig wordt aangepast dat de groep transacties wordt ingeperkt.⁴³
- 110 De cijfers uit Tabel 1.1 laten zien dat op dit moment een beperkt deel van de transacties in Nederland door de ACM wordt onderzocht. Het is evident dat de ACM niet voornemens is—noch de middelen heeft—om een groot aantal extra onderzoeken te doen naar concentraties. Verder geldt dat de inroepbevoegdheid een specifieke doelstelling nastreeft.
- 111 Daarmee introduceert een inroepbevoegdheid een aantal nieuwe scenario's voor transacties die nu niet meldingsplichtig zijn:
- het scenario dat de ACM vragen stelt om vast te stellen of een transactie wordt ingeroepen;
 - het scenario dat de ACM besluit de transactie in te roepen en te onderzoeken; en
 - het scenario dat een ingeroepen transactie niet wordt goedgekeurd.
- 112 Wij verwachten dat deze scenario's van invloed gaan zijn op het transactieproces. Net zoals nu voor transacties boven de meldingsdrempels een uitdrukkelijk voorbehoud wordt gemaakt, zal dat voor onderdrempelige transacties waarschijnlijk ook gaan gebeuren.
- 113 Dit weerspiegelt de economische belangen van de betrokken partijen bij een transactie. Een koper wil niet in de positie komen dat deze na een verbod kosten moet maken voor een doorverkoop aan een derde partij omdat er geen ontbindende voorwaarde in de transactieovereenkomst is opgenomen. In dit extreme geval zouden de transactiekosten van een doorverkoop en een eventueel waardeverlies ten opzichte van de originele transactie bij de koper uitkomen. Het belang van de verkoper is om de transactie tegen zo gunstig mogelijke voorwaarden af te ronden. De mate van zekerheid dat de transactie afgerond zal worden en/of het moment waarop de transactie afgerond zal worden spelen daarbij ook een rol naast andere voorwaarden zoals de prijs. Als

⁴³ Wij begrijpen van de ACM dat zij overweegt de inroepbevoegdheid meer specifiek te richten op transacties waarbij een van de betrokken partijen (in de meeste gevallen de koper) een bepaalde omvang heeft. Een dergelijke verfijning maakt geen onderdeel uit van ons onderzoek, omdat deze geen onderdeel uitmaakt van het Wetsvoorstel.

de andere voorwaarden gelijk zijn, is het voor een verkoper economisch rationeel om het bod te kiezen dat zo snel mogelijk leidt tot finaliseren van de transactie en daarmee de ontvangst van de opbrengsten.

- 114 Hierbij merken we op dat wij aannemen dat deze kosten zullen worden bekeken ten opzicht van de transactiewaarde: dus ook als de absolute kosten relatief lager zijn, kunnen deze nog steeds een materieel deel van de transactiewaarde vertegenwoordigen. Verder sluiten wij niet uit dat er andere overwegingen zijn die ertoe leiden dat betrokken partijen tot een andere conclusie komen. Bijvoorbeeld: een koper kan afzien van een ontbindende voorwaarde op het moment dat deze meent dat dit zijn bieding commercieel meer aantrekkelijk maakt voor de verkoper.
- 115 Onze analyse in hoofdstuk 5 illustreert dat het niet eenvoudig mogelijk is om aan te geven voor hoeveel transacties de vraag met een inroepbevoegdheid relevant wordt.
- 116 Op basis van bovenstaande uitgangspunten, verwachten wij dat een inroepbevoegdheid ertoe zal leiden dat er voor binnen het transactieproces vaker een situatie zal ontstaan waar kopende ondernemingen uit onderstaande opties moeten kiezen:
- Finaliseren (zonder vertraging) zonder eigen onderzoek (de status quo);
 - Finaliseren (zonder vertraging) na eigen onderzoek;
 - Finaliseren transactie na informeel contact met de ACM;
 - Finaliseren transactie na uitkomst vrijwillige melding bij de ACM; of
 - Finaliseren transactie na einde wachtperiode.⁴⁴
- 117 Onze bespreking van de effecten voor het bedrijfsleven in hoofdstuk 7 is gebaseerd op deze opties.

⁴⁴ Voor de volledigheid merken wij op dat Snoep in een publicatie stelt dat het moment van integratie relevant is en niet finaliseren. Op basis van de ons inziens redelijke aanname dat het doel van de overname is om synergiën te realiseren, nemen wij voor nu aan dat de effecten van een vertraagde finaliseren dezelfde zijn als vertraagde start van de integratie. Wij zullen dit als onderdeel van ons onderzoek nagaan. Blog Martijn Snoep: Kleine overnames, grote problemen, 6 november 2023 - <https://www.acm.nl/nl/publicaties/blog-martijn-snoep-kleine-overnames-grote-problemen> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

7 Effecten van een inroepbevoegdheid op het (Nederlandse) bedrijfsleven

- 118 Wij begrijpen dat de doelstelling van de inroepbevoegdheid is om te voorkomen dat ondernemingen een machtspositie creëren middels transacties die volgens de huidige omzetrempels niet meldingsplichtig zijn. Wij volgen de positie van de ACM dat een inroepbevoegdheid de ACM beter in staat stelt dit mededingingsprobleem te adresseren.
- 119 Het Wetsvoorstel stelt dat de ACM de bevoegdheid krijgt om een onderdrempelige transactie te onderzoeken als deze "de daadwerkelijke mededinging op de Nederlandse markt of een deel daarvan op significante wijze zou kunnen belemmeren, met name als het resultaat van het in het leven roepen of versterken van een economische machtspositie." Dit is dezelfde test die de ACM nu toepast op transacties, die gemeld moeten worden.
- 120 Uit hoofdstuk 5 blijkt dat het niet eenvoudig is om aan te geven hoeveel (van elk van drie soorten) onderdrempelige transacties in Nederland plaatsvinden. Om die reden komen wij ook niet toe aan een inschatting van de positieve effecten van het voorkomen van onderdrempelige transacties dat leidt tot het ontstaan of versterken van marktmacht.
- 121 In hoofdstuk 6 hebben wij daarom geprobeerd een beeld te schetsen van hoe een inroepbevoegdheid er in de praktijk uit zal zien. In dit hoofdstuk kijken we op basis van deze vooruitblik naar de mogelijke effecten van een inroepbevoegdheid voor het bedrijfsleven.
- 122 Wij richten ons hierbij op de concentraties die uiteindelijk *niet* door de ACM worden ingeroepen.⁴⁵ Met andere woorden: onze analyse kijkt naar de mogelijke effecten tot het moment dat de ACM besluit een onderzoek te starten.
- 123 De mogelijke effecten op deze concentraties en de betrokken partijen hangen af van of en hoe zij zich anders gedragen rondom het finaliseren van een concentratie. Breed gezien hebben zij de volgende keuzes:
- Finaliseren (zonder vertraging) zonder eigen onderzoek (de status quo);
 - Finaliseren (zonder vertraging) na eigen onderzoek;
 - Finaliseren transactie na informeel contact met de ACM;
 - Finaliseren transactie na uitkomst vrijwillige melding bij de ACM; of
 - Finaliseren transactie na einde wachtperiode.⁴⁶

⁴⁵ Een onderzoek naar de kosten van het ongedaan maken van een gefinaliseerde overname buiten reikwijdte van ons onderzoek valt. Wel wordt dit risico meegenomen in de bespreking van de vier keuzes die partijen hebben.

⁴⁶ Voor de volledigheid merken wij op dat Snoep in een publicatie stelt dat het moment van integratie relevant is en niet finaliseren. Op basis van de ons inziens redelijke aanname dat het doel van de overname is om synergiën te realiseren, nemen wij voor nu aan dat de effecten van een vertraagde

- 124 Aan ieder van deze keuzes zijn (andere) kosten verbonden, zoals we hieronder verder zullen uitleggen. Het is aannemelijk dat bedrijven een afweging maken tussen aan de ene kant het risico dat een concentratie mededingingsbeperkende effecten heeft en door de ACM wordt ingeroepen, en aan de andere kant de kosten van een onderzoek en/of het vertragen van het finaliseren van de concentratie. Gebaseerd op deze afweging zullen zij naar waarschijnlijkheid bepalen welke van de bovengenoemde vijf opties zij overwegen.
- 125 De effecten van de inroepbevoegdheid in termen van additionele kosten en/of vertraging verschilt voor ieder van deze keuzes, maar zijn natuurlijk ook afhankelijk van de concentratie zelf.
- 126 Omdat het op basis van publieke data niet mogelijk is om een indeling te maken welke transactie in welke groep valt, en daarom het niet mogelijk is om de totale effecten voor het bedrijfsleven te bepalen, bespreken wij de effecten voor het bedrijfsleven aan de hand van twee thema's. Wij hebben deze thema's gekozen, omdat we deze terug zien bij veel van de bovengenoemde keuzes voor fuserende ondernemingen:
- Interne en externe kosten onderzoek; en
 - Uitstel van finaliseren concentratie.
- 127 Hieronder lichten we deze thema verder toe. Hierbij baseren wij ons op bronnenonderzoek alsook een aantal gesprekken met advocaten actief op het gebied van transacties (corporate/M&A) en mededingingsrecht van een drietal kantoren.⁴⁷ Deze gesprekken gingen in de op de huidige transactiepraktijk, en dan met name de frequentie en vormen van ontbindende voorwaarden, en mogelijke veranderingen in transactieprocessen als gevolg van een inroepverplichting.

7.1 Interne en externe kosten onderzoek

- 128 Als ondernemingen betrokken bij een onderdrempelige fusie of overname ervoor kiezen om de concentratie te finaliseren na eigen onderzoek, of een vrijwillige melding te doen bij de ACM, zullen zij kosten incasseren voor zulk onderzoek.
- 129 Het gaan dan om interne en externe kosten voor het komen tot een inschatting van de relevante product- en geografische markten en het op basis daarvan inschatten van marktaandelen van de betrokken partijen. Wij menen dat deze informatie minimaal nodig is om een inschatting te maken of de transactie leidt tot de vorming of versterking van marktmacht.

finalisering dezelfde zijn als verwaarde start van de integratie. Wij zullen dit als onderdeel van ons onderzoek nagaan. Blog Martijn Snoep: Kleine overnames, grote problemen, 6 november 2023 - <https://www.acm.nl/nl/publicaties/blog-martijn-snoep-kleine-overnames-grote-problemen> (laatst bekeken op 17 januari 2025)

⁴⁷ Graag willen wij langs deze weg de betrokken advocaten nogmaals bedanken voor hun tijd en inhoudelijke bijdrage.

- 130 De hoogte van de kosten voor een onderzoek naar de potentiële mededingingseffecten van een transactie hangen met name af van de complexiteit van de markt en van de mate waarin het onzeker is of er problemen gaande zijn. In de meeste gevallen kan er met een relatief simpele analyse van marktaandelen worden bekeken of er een mogelijk probleem is. Echter, in gevallen waar bijvoorbeeld onduidelijkheid is hoe de markt moet worden afgebakend, of waar marktaandelen dermate hoog zijn dat het potentieel een risico is, moet verder onderzoek gedaan worden om te bepalen of er een risico is dat de ACM de deal gaat onderzoeken en problemen vindt. Er moet dan bijvoorbeeld gekeken worden naar 'closeness of competition' en naar compenserende maatregelen.
- 131 Hierbij geldt dat elke communicatie van de ACM die marktpartijen verdere specifieke informatie verschaft over de kenmerken van transacties, die de ACM onder de inroepbevoegdheid zou willen onderzoeken, meer duidelijkheid geeft aan fuserende partijen over de vraag of zij er rekening mee moeten houden dat hun transactie ingeroepen zal worden.
- 132 Wij menen dat deze aanbeveling des te meer geldt voor de ACM omdat zij op dit moment slechts voor een klein deel van haar concentratiebesluiten haar overwegingen rondom de relevante markten publiek maakt in plaats van een zogenaamd verkort besluit. Dit maakt dat er voor een groot aantal sectoren geen recente besluittekst beschikbaar is die inzicht geeft hoe de ACM naar een sector kijkt en op welke basis marktaandelen—de meest gebruikte parameter om een inschatting te maken van de mate van marktmacht.⁴⁸

7.2 Effect uitstel finaliseren concentratie

- 133 Een tweede mogelijk effect van de inroepbevoegdheid is een vertraging in de periode tussen het afsluiten van het koopcontract⁴⁹ ('*signing*') en finaliseren van de transactie ('*closing*'). De logica achter deze optie is dat - gegeven het feit dat er veel transacties zijn en de middelen van de ACM beperkt zijn - het afwachten of de ACM inderdaad overgaat tot het stellen van vragen dan wel inroepen van de transactie de kans op onnodig onderzoek minimaliseert.
- 134 Daarom hebben we bronnenonderzoek gedaan naar de vraag of en, zo ja, wat de effecten zijn van het later finaliseren van een transactie.

⁴⁸ Wij merken hierbij op dat de ACM recent een leidraad heeft gepubliceerd voor fusies van autodealerbedrijven. Dit is een goed voorbeeld van een sector waarin de ACM een aanzienlijk aantal transacties heeft onderzocht, en in vrijwel alle gevallen een verkort besluit heeft gepubliceerd. - <https://www.acm.nl/en/publications/acm-guidance-regarding-car-dealer-mergers> (laatst bezocht op 26 februari 2025)

⁴⁹ Uit onze gesprekken blijkt dat, in gevallen waar signing en closing niet op dezelfde dag kan plaatsvinden, er soms voor wordt gekozen om bepaalde goedkeuringen te vragen op basis van een voorlopig in plaats van finaal koopcontract. Dit loopt via een zogenaamd signing protocol: een tekst waarin wordt vastgelegd dat de onderneming voornemens is, na goedkeuring, een finaal koopcontract aan te gaan. Wij menen dat voor onze analyse rondom tijdlijnen deze aanpakken gelijkwaardig zijn.

7.2.2 Economisch onderzoek naar effect van latere finaliseren van transacties

- 135 In de economische literatuur is een aantal onderzoeken bekend dat stelt dat de doorlooptijd van een transactie relevant is voor het succes van de transactie en dat een verlengde doorlooptijd kan leiden tot negatieve effecten.
- 136 Dikova et al., (2010)⁵⁰ onderzoeken verschillende factoren die van invloed zijn op de slagingskansen van internationale overnames. De tijd tussen de aankondiging van de transactie en de afronding ervan, of de intermediaire fase van de transactie, staat in dit onderzoek centraal. De auteurs stellen dat institutionele verschillen, zoals rechtssystemen, complexiteit van regelgeving, culturele normen en bedrijfspraktijken, het resultaat van een transactie beïnvloeden. Hoe groter de institutionele verschillen tussen de doelwit- en de overnemende partij, hoe groter de kans dat de deal wordt afgeblazen of dat de voltooiing langer duurt. De studie noemt dat eerdere ervaring helpt om de transactie tot een succesvol einde te brengen. Er worden echter nog steeds veel kosten gemaakt in de intermediaire periode waardoor het een prioriteit is om te zorgen voor een snelle en succesvolle transactie.
- 137 Luypaert en De Maeseneire (2015)⁵¹ bepalen verschillende factoren die de duur van de aanloophase van fusies en overnames beïnvloeden. Het belang van een snelle afronding van de deal wordt benadrukt omdat het financiële verliezen, juridische kosten, managementinspanningen en onzekerheid voor investeerders, klanten en concurrenten voorkomt. Bovendien kan een vertraging in het proces ook concurrenten de kans geven om de deal te onderscheppen, waardoor het risico toeneemt dat de deal niet doorgaat.
- 138 Thomson & Kim (2020)⁵² onderzoeken het effect van de tijd tussen de aankondiging en de voltooiing van een fusie- en overnametransactie op de prestaties van de overnemende partij. Er werden twee hypothesen voorgesteld: (1) de due diligence-hypothese stelt dat een verlenging van de duur een grondiger due diligence-proces mogelijk zou maken; en (2) de uitstelhypothese stelt dat de langere duur problemen signaleert problemen en leidt tot slechtere prestaties en meer mislukkingen. Hun empirische onderzoek bevestigt beide hypothesen.
- 139 Adelaja & Mukhopadhyay (2022)⁵³ onderzoeken het effect van de periode tussen signing en closing voor transacties in voedings- en landbouwsector. Hun empirische onderzoek bevestigt dat een langere tijd tussen signing en closing de kans op het mislukken van de transactie vergroot.

⁵⁰ Dikova, D., Sahib, P. R., & Van Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41, 223-245

⁵¹ Luypaert, M., & De Maeseneire, W. (2015). Antecedents of time to completion in mergers and acquisitions. *Applied Economics Letters*, 22(4), 299-304

⁵² Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Post-M&A Performance and Failure: Implications of Time until Deal Completion. *Sustainability*, 12(7), 2999

⁵³ Adelaja, A. O., & Mukhopadhyay, R. (2022). Time - to - completion for mergers and acquisitions in the food and agribusiness industry. *Agribusiness*, 38(3), 579-607

140 Wij merken op dat al deze onderzoeken veelal zijn gebaseerd op transacties door Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Deze keuze is begrijpelijk vanwege de beschikbare data. Alhoewel wij geen aanleiding zien om aan te nemen dat deze bevindingen anders zouden zijn voor transacties met niet-beursgenoteerde ondernemingen of transacties in Nederland, zijn de resultaten van ons bronnenonderzoek niet zonder meer van toepassing.

141 Uit onze gesprekken met M&A advocaten komt naar voren dat, waar mogelijk, er een duidelijke voorkeur is *signing* en *closing* op dezelfde dag plaats te laten vinden. Dit is consistent met de resultaten van ons bronnenonderzoek dat documenteert dat een langere tijd tussen signing en closing negatieve effecten kan hebben.

7.2.3 Effect van inroepbevoegdheid op tijdstip finaliseren

142 Het bovenstaande bronnenonderzoek suggereert dat er mogelijk negatieve effecten zijn door het later finaliseren van onderdrempelige transacties en dat dit effect afhankelijk is van de mate van vertraging.

143 Dit roept de vervolgvraag op in welke mate de inroepbevoegdheid zoals omschreven in het Wetsvoorstel leidt tot een uitstel van finaliseren van een transactie.

144 In de gesprekken met M&A advocaten zijn een aantal voorbeelden besproken waar het koopcontract een of meer ontbindende voorwaarden bevat waaraan voldaan moet worden voordat de transactie finaal gemaakt kan worden. Dit geldt bijvoorbeeld in het geval dat de financiering nog niet is gefinaliseerd of wanneer de overgenomen activiteiten nog ontvlochten moeten worden uit een grotere onderneming. En natuurlijk in het geval dat de transactie goedkeuring heeft nodig op basis van de Mededingingswet of de Wet veiligheidstoets op investeringen, fusies en overnames ('Wet VIFO').

145 In aanvulling op dit kwalitatieve onderzoek hebben we geprobeerd om data te verzamelen om een beter beeld te krijgen van hoeveel overnames signing en closing op dezelfde dag organiseren en, waar niet dit mogelijk is, wat de periode tussen signing en closing is. Helaas is dit ons niet gelukt. Ook hier geldt dat veel van deze informatie niet publiek wordt gemaakt.

146 Om toch tot een eerste inschatting te komen, hebben wij gezocht naar een veel voorkomende ontbindende voorwaarde, waarvoor wel data beschikbaar is.

147 Uit onze gesprekken komt ook naar voren dat goedkeuring van de ondernemingsraad een van de meest voorkomende ontbindende voorwaarde is. Elke onderneming in Nederland met meer dan 50 werknemers is verplicht een ondernemingsraad te hebben en de ondernemingsraad heeft voor belangrijke besluiten (zoals een overname) een adviesrecht.⁵⁴ Wij begrijpen dat er wordt

⁵⁴ Zie bijvoorbeeld: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/ondernemingsraad/vraag-en-antwoord/rechten-ondernemingsraad-or>

geadviseerd om rekening te houden met een periode van zes tot acht weken om de ondernemingsraad de gelegenheid te geven tot haar advies te komen en eventuele verdere stappen in geval het advies van de ondernemingsraad (wezenlijk) afwijkt van de plannen van de directie.

- 148 Onze analyse is daarmee gebaseerd op de aanname dat de goedkeuring van de ondernemingsraad de enige mogelijke ontbindende voorwaarde is voor onderdrempelige transacties. Daarmee overschatten wij het aantal transacties dat daadwerkelijk wordt vertraagd in geval wordt gekozen een actie van de ACM af te wachten. Er kunnen immers ook andere ontbindende voorwaarden zijn die maken dat er tijd tussen het moment van overeenkomst en finaliseren nodig is.
- 149 Tabel 7.1 laat een verdeling zien van het aantal ondernemingen in Nederland naar het aantal werknemers. Omdat wij menen dat overnames van een onderneming met een enkele werknemer zeer onwaarschijnlijk is, is deze groep weggelaten bij de berekening van de relatieve aantallen.

Tabel 7.1 Onderverdeling ondernemingen in Nederland naar aantal werknemers (1e kwartaal 2025)

Aantal werknemers	Aantal ondernemingen	% ondernemingen >1 werknemer
1	1.957.735	nvt
2 - 50	411.590	96,3%
51 - 250	12.065	2,8%
251 - 500	1.840	0,4%
500+	1.780	0,4%
Totaal	2.385.010	

Bron: CBS

- 150 De data in Tabel 7.1 laat zien dat het overgrote deel van de ondernemingen in Nederland tot 50 werknemers heeft. Deze verdeling sluit niet naadloos aan op de grenswaarde van 50 werknemers voor de OR-plicht. De percentages kunnen dus niet direct worden gebruikt, omdat er een onbekende groep van ondernemingen met exact 50 werknemers onderdeel uitmaakt van de groep ondernemingen met tussen de 2 en de 50 werknemers. Daarnaast is het wel mogelijk dat transacties met name voorkomen als doelwitondernemingen relatief grotere aantallen werknemers hebben als men aanneemt dat voor een kleine doelwitonderneming het overnemen van arbeidsovereenkomsten een alternatief zou kunnen zijn voor een transactie.
- 151 Toch menen wij dat deze data de hypothese ondersteunt dat goedkeuring van de ondernemingsraad voor een aanzienlijk deel van de transacties in Nederland geen ontbindende voorwaarde is.

- 152 Deze data suggereren dat voor veel transacties in Nederland de mogelijkheid bestaat om signing en closing op dezelfde dag plaats te laten vinden.
- 153 Voor de overige transacties, die wel tijd tussen signing en closing nodig hebben, begrijpen wij dat goedkeuring van de ondernemingsraad een zeer veel voorkomende ontbindende voorwaarde is. Op het moment dat ondernemingen ervoor kiezen de wachtperiode bij de inroepbevoegdheid af te wachten (en dus geen eigen onderzoek te doen en/of niet de ACM benaderen), kan dit tot verdere vertraging van de transactie leiden. Deze vertraging treedt op als de wachtperiode langer is dan de periode nodig voor de ontbindende voorwaarden.

7.3 Bevindingen

- 154 Onze bevinding op basis van de analyse in dit hoofdstuk is dat de (onbeperkte) invoering van een inroepbevoegdheid een effect kan hebben op de kosten en/of de tijd die nodig is om transacties te voltooien. Daarbij geldt dat onderzoek laat zien dat meer tijd om transactie te voltooien een negatief effect kan hebben op het succes van de transactie.
- 155 We hebben geprobeerd om in te schatten voor hoeveel transacties de inroepbevoegdheid tot vertraging zou kunnen leiden aan de hand van de goedkeuring van de ondernemingsraad als veel voorkomende reden waarom transactieovereenkomsten niet op hetzelfde moment overeengekomen en gefinaliseerd kunnen worden.
- 156 Hierbij merken wij op dat dit effect voor het bedrijfsleven op een aantal manieren kan worden beperkt om tot een betere balans te komen van de maatschappelijke winst en maatschappelijke kosten van een inroepbevoegdheid. Een aanbeveling over dergelijke beperkingen ligt buiten de reikwijdte van onze opdracht.

8 Concluderende opmerkingen

- 157 Dit laatste hoofdstuk bevat onze reflecties op de resultaten van ons onderzoek.
- 158 De uitspraak van het Europese Hof van Justitie in Illumina/Grail geeft een goed beeld van de verschillende overwegingen bij het vaststellen van meldingsdrempels voor transacties. Advocaat Generaal Emiliou geeft een mooie samenvatting van deze doelstelling wanneer zij schrijft:
- "Ideally, thresholds should be easy to calculate (to avoid uncertainties as to whether a given transaction has to be notified) and set at a level that minimises, at the same time, the number of transactions unlikely to raise competitive concerns that are caught by the system, and those that are capable of raising such concerns that fall outside it."⁵⁵
- 159 Wij delen de analyse van de ACM dat er concentraties zijn die onder de meldingsdrempels vallen en een significant negatief effect hebben op de mededinging.
- 160 Tegen deze achtergrond hebben wij voor dit rapport een aantal aspecten van een inroepbevoegdheid voor de ACM onderzocht. Het bronnenonderzoek in hoofdstuk 4 beschrijft dat er nog geen specifiek onderzoek bestaat naar de effecten van een inroepbevoegdheid op de mate van marktmacht en het economisch onderzoek naar de ontwikkeling van marktmacht in het algemeen.
- 161 De analyse van transactiedata in hoofdstuk 5 laten zien welke uitdagingen er zijn om tot een inschatting te komen van de verschillende typen transacties als basis voor een beter inzicht in de omvang van de positieve en negatieve effecten van de inroepbevoegdheid als beleidsinstrument om de vorming en versterking van marktmacht tegen te gaan.
- 162 Het is voor ons onomstreden dat er een groep transacties bestaat, die nu niet gemeld hoeven te worden en die evident tot vorming of versterking van marktmacht leidt. Een inroepbevoegdheid zal ertoe leiden dat deze transacties niet plaatsvinden, omdat voor de betrokken partijen de kans op een verbod op de transactie na inroepen al dan niet in combinatie met de interne inspanning en externe kosten die samenhangen met een concentratiemelding en -onderzoek niet opwegen tegen de voordelen van de transactie. Daarnaast zullen er zeer waarschijnlijk transacties die op basis van de inroepbevoegdheid zullen worden onderzocht en verboden. Verder zien wij ook een groep transacties waarvoor het evident is dat deze niet zullen leiden tot de vorming en versterking van marktmacht.
- 163 In hoofdstuk 6 hebben wij geprobeerd een beeld te geven van de praktijk door te illustreren hoe een economische analyse van marktmacht er in de praktijk uitziet

⁵⁵ Zie: paragraaf 4 van OPINION OF ADVOCATE GENERAL EMILIOU delivered on 21 March 2024 in Joined Cases C-611/22 P and C-625/22 P Illumina, Inc. V European Commission (C-611/22 P) and Grail LLC v Illumina, Inc., European Commission (C-625/22 P)

en hoe wij verwachten dat de inroepbevoegdheid zal leiden tot veranderingen in het transactieproces.

- 164 In geval van een (onbepaalde) inroepbevoegdheid moet voor een verdere groep transacties een keuze worden gemaakt over hoe het beste om te gaan met onduidelijkheid over de vragen of (i) hun transactie leidt tot de vorming of versterking van marktmacht en/of (ii) de ACM de transactie wil onderzoeken. Wij voorzien dat deze onduidelijkheid in veel gevallen leidt tot negatieve effecten in termen van extra kosten voor onderzoek of langere tijd om een transactie te finaliseren.
- 165 Onze laatste reflectie is dat de uiteindelijke reikwijdte van de inroepbevoegdheid (de omvang van de groep transacties die kan worden ingeroepen) zeer relevant is bij het reduceren van de negatieve effecten van een inroepbevoegdheid voor deze laatste groep transacties.

A1 Dealogic dataset

A1.1 Brondata

- A1 De brondata is afkomstig van Dealogic. Dealogic is wereldwijd actief als leverancier van datadiensten voor financiële dienstverleners.⁵⁶
- A2 Dealogic verzamelt ook data over fusie- en overnametransacties op basis van publieke bronnen. Per transactie probeert Dealogic de volgende informatie te verzamelen:

- Acquiror
- Acquiror nationality
- Acquiror NAICS
- Target
- Target nationality
- Target NAICS
- Target EBITDA
- Target EBIT
- Target gross profit
- Target net profit
- Deal nationality
- Deal characteristics
- Deal notes
- Deal region
- Deal status
- Deal type
- Deal value
- Deal technique
- Filing/Announcement date
- Closing date
- Currency
- Source

A1.2 Dataset voor dit onderzoek

- A3 Voor dit onderzoek hebben wij een selectie gemaakt van alle overnames in de periode van 2015 tot en met 2024.
- A4 Transacties die kijken op de aankoop van een minderheidsdeelneming dan wel uitkoop van resterende aandelen zijn buiten beschouwing gelaten in een poging alleen transacties te selecteren die betrekking hebben op een wijziging van de zeggenschap. Dit is gedaan omdat de wijziging van de zeggenschap een van de voorwaarden is voor het melden van een transactie bij de ACM.

⁵⁶ Zie: <https://dealogic.com/about-us/> - (laatst bekeken op 10 maart 2025)

- A5 Ook zijn transactie waarbij het management zeggenschap verkrijgt van een onderneming niet opgenomen. In een latere stap worden overnames gekoppeld op basis van de identiteit van de koper en daarbij nemen wij aan het steeds om verschillende management teams gaat. Daarnaast zijn ook zogenoemde 'Undisclosed Buyers' buiten beschouwing gelaten.
- A6 Om te komen tot een benadering van transacties van ondernemingen met activiteiten in Nederland, hebben wij alleen transacties geselecteerd waar Nederland de nationaliteit van de doelwitonderneming is.
- A7 Op basis van deze parameters bevat de dataset voor dit onderzoek 7.452 transacties.

A1.3 Representativiteit dataset

- A8 Om een beeld te krijgen van de representativiteit van de dataset hebben wij het aantal transacties in onze dataset vergeleken met de data van het Centraal Bureau voor de Statistiek ('CBS').⁵⁷ Het CBS verzamelt data over transacties aan de hand van wijzigingen in het Nieuwe Handelsregister.
- A9 Een vergelijking van het aantal transacties tussen de dataset op basis van Dealogic en de data van het CBS laat zien dat de laatste veel meer transacties registreert, zowel over de gehele periode als in ieder van de jaren.

⁵⁷ Zie: <https://www.cbs.nl/nl-nl/cijfers/detail/83147NED> - (laatst bekeken op 10 maart 2025)

Tabel A1.1 Vergelijking datasets aantal transacties in Nederland

Periode	CBS	Dealogic
2015 - 2024	60.435	7.562
2015	5.115	371
2016	6.785	663
2017	4.630	735
2018	5.320	776
2019	6.435	774
2020	6.425	736
2021	7.235	939
2022	8.360	857
2023	4.775	816
2024	5.355	895

Bron: CBS, Dealogic

- A10 Onze inschatting is dat deze verschillen onder meer door twee factoren worden veroorzaakt.
- A11 De eerste factor is dat Dealogic data verzamelt over transacties op basis van publieke bronnen zoals (inter-)nationale kranten en/of persberichten terwijl het CBS zich baseert op het handelsregister. Wij vermoeden dat Dealogic door haar werkwijze met name data over relatief grotere transacties of kopers verzamelt en met name kleinere transacties hierdoor buiten de dataset vallen. Wij kunnen deze hypothese niet testen, omdat het CBS geen data publiek maakt over de omvang van transacties.
- A12 De tweede factor is dat Dealogic geen data verzamelt over alle landen waar een onderneming actief is en per betrokken partij slechts het land van het hoofdkantoor registreert. Dit maakt dat onze dataset geen transacties waarbij de doelwitonderneming het hoofdkantoor buiten Nederland heeft, maar wel actief is op de Nederlandse markt. Wij kunnen geen inschatting maken van het effect, omdat het CBS geen data publiek maakt over de doelwitonderneming.
- A1.4 Parameters voor classificatie van transacties**
- A13 In de tweede stap van onze analyse komen wij tot een classificatie van transacties in verschillende groepen op basis van de volgende parameters.
- A14 De eerste parameter is de sector waarin de koper en de doelwitonderneming opereert. De brondata van Dealogic bevat zowel voor de koper als de doelwitonderneming en veld met een omschrijving van de activiteiten. Deze

omschrijving volgt het *North American Industry Classification System* ('NAICS').⁵⁸

- A15 Het NAICS is een hiërarchische structuur met verschillende niveaus. De indeling van Dealogic gebeurt op het niveau van [Industry Groups (4-digit) of NAICS Industries (5-digit)], waar circa 300 of 700 verschillende activiteiten worden onderscheiden.⁵⁹
- A16 Waar een onderneming in meerdere sectoren actief is, vermeldt Dealogic deze in alfabetische volgorde (in tegenstelling tot een rangschikking op basis van relatieve omzet of winst).
- A17 De tweede parameter is de identiteit van de kopende partij. Wij gebruiken hiervoor het Dealogic veld 'Acquiror'. Het is mogelijk dat een overname wordt gedaan door meerdere kopers (bijvoorbeeld een consortium). In dat geval worden alleen transacties met dezelfde groep kopers gematcht,
- A18 De derde parameter is de datum van de transactie. Wij gebruiken hiervoor het Dealogic veld 'Filing/announcement date'. Dit veld bevat de datum waarop de transactie (publiek) wordt aangekondigd.

⁵⁸ Zie: <https://www.census.gov/naics/> en https://www.census.gov/naics/reference_files_tools/2022_NAICS_Manual.pdf - (laatst bekeken op 10 maart 2025)

⁵⁹ Zie: https://www.census.gov/naics/reference_files_tools/2022_NAICS_Manual.pdf , pagina 24 - (laatst bekeken op 10 maart 2025)

A2 Economische analyse van prikkel om na transactie prijzen te verhogen

A19 In deze annex bespreken we de economische analyse van de prikkel van de fuserende partijen om na een transactie hun prijzen te verhogen. Hierbij gebruiken wij het zogenaamde GUPPI-model. Dit model is ontwikkeld door twee Amerikaanse economen als een hulpmiddel om een eerste indruk te krijgen van de effecten van een transactie op prijzen.⁶⁰



Box A2.1 GUPPI-model

GUPPI is een acroniem voor Gross Upward Pricing Pressure Index en is een maatstaf voor de "druk" die bedrijven ervaren om de prijzen na een transactie te verhogen, gegeven dat een deel van de vertrekkende klanten vervolgens naar de andere fuserende partij gaan. Hoe hoger GUPPI, hoe hoger de prikkel om de prijzen na de fusie te verhogen. GUPPI houdt hierbij geen rekening met synergievoordelen en is daardoor altijd positief. De vraag is dus niet of GUPPI positief is, maar de mate waarin het positief is.⁶¹

De waarde van de GUPPI van onderneming A dat fuseert met onderneming B kan als volgt wiskundig uitgedrukt worden:

$$GUPPI_{AB} = DR_{AB} \cdot \frac{p_B - c_B}{p_A} = DR_{AB} \cdot \frac{p_B - c_B}{p_B} \cdot \frac{p_B}{p_A}$$

waarbij de verschillende variabelen het volgende aangeven:

- DR_{AB} is de verschuivingsratio (*diversion ratio*) van A naar B (d.w.z., het aandeel van klanten dat bij een vertrek van A terecht komt bij B);
- p_A en p_B zijn de prijs van A en B; en
- c_B is de variabele kosten van B.

Wanneer prijzen van A en B gelijk zijn, verandert de GUPPI naar de vermenigvuldiging van de verschuivingsratio en de bruto winstmarge

⁶⁰ Farrell, J., & Shapiro, C. (2010). Antitrust evaluation of horizontal mergers: An economic alternative to market definition. *The BE Journal of Theoretical Economics*, 10(1), 0000102202193517041563.

⁶¹ Technisch gezien vangt de GUPPI de zogenaamde opportuniteitskosten die een bedrijf er bij krijgt na een fusie, gegeven dat bij een verkoop diezelfde klant wellicht door de andere partij bedient zou worden. De hoogte is dan ook gelijk aan de kans dat de klant door de andere partij bedient zou worden (de zogenoemde verschuivingsratio, ofwel *diversion ratio*) vermenigvuldigd met de bruto winstmarge. Hoewel de GUPPI niet de daadwerkelijke optimale prijsstijging meet, is de verwachting dat tenminste een deel van deze opportuniteitskosten doorberekend wordt naar de klant.

(d.w.z., prijs minus variabele kosten, gedeeld door prijs).

Voor de berekeningen in dit rapport is aangenomen dat de verschuivingsratio's overeenkomen met relatieve marktaandelen. Verder is aangenomen dat alle andere ondernemingen in een sector hetzelfde marktaandeel hebben als de doelwitonderneming. De aangegeven contributiemarge is toegepast voor beide ondernemingen.

De resultaten in dit rapport die voor GUPPI worden gepresenteerd, zijn een gewogen gemiddelde van de GUPPI's voor beide ondernemingen die fuseren. Voor de weging is het marktaandeel gebruikt met als achterliggende gedachte dat marktaandelen op basis van omzet past bij het wegen van prijseffecten.

Bron: Oxera

A20 Tabel A2.1 bevat een overzicht van de prijseffecten uit het GUPPI-model voor verschillende overnames die allemaal leiden tot een onderneming met een gecombineerd marktaandeel van 60%. De resultaten worden gepresenteerd voor verschillende combinaties van ondernemingen (in termen van marktaandelen) en verschillende mogelijke waardes van de contributiemarge van de fuserende ondernemingen.

Tabel A2.1 Uitkomsten GUPPI-model voor ondernemingen met verschillende contributiemarges

Marktaandeel		Contributiemarge				
onderneming 1	onderneming 2	5%	10%	25%	50%	90%
40%	20%	1,9%	3,9%	9,7%	19,4%	35,0%
45%	15%	1,7%	3,4%	8,4%	16,8%	30,3%
50%	10%	1,3%	2,6%	6,5%	13,0%	23,3%
55%	5%	0,8%	1,5%	3,8%	7,5%	13,5%
59%	1%	0,2%	0,3%	0,8%	1,7%	3,1%

Bron: Oxera

166 Hieruit blijkt dat een enkele overname van een concurrent met een klein(er) marktaandeel waarschijnlijk dus minder problematisch is voor de concurrentie: maar het daadwerkelijke kralen krijgen—oftewel als een groter onderneming door meerdere aankopen zijn marktaandeel flink verhoogt—kan wel degelijk problematisch zijn.

- 167 Als we de regels met de GUPPI uitkomsten vergelijken voor de verschillende combinaties, is te zien dat de GUPPI-uitkomsten lager liggen voor een transactie waarbij ondernemingen met marktaandelen van 59% en 1% zijn betrokken in vergelijking met een transactie waarbij ondernemingen met marktaandelen van 40% en 20% zijn betrokken. Kleine overnames, in termen van een klein marktaandeel van een van de fuserende partijen, leiden tot relatief lagere GUPPI-uitkomsten. Wanneer dit marktaandeel wordt geïnterpreteerd als behorende bij een reeks van over te nemen ondernemingen, kan worden gezien dat een reeks van overnames (die samen leiden tot een hogere toename van het marktaandeel van de koper), leidt tot hogere GUPPI-uitkomsten.
- 168 Verder is te zien dat de GUPPI-uitkomsten wezenlijk veranderen met de waarde van de contributiemarge van de betrokken ondernemingen.



Contact

Maurice de Valois Turk

Partner

+31(0) 20 888 8382

maurice.devaloisturk@oxera.com

oxera.com



Oxera Consulting LLP is een in Engeland geregistreerde limited liability partnership OC392464, hoofdkantoor: Park Central, 40/41 Park End Street, Oxford OX1 1JD, Verenigd Koninkrijk; in België, nr. 0651 990 151, filiaal: Spectrum, Boulevard Bischoffsheim 12-21, 1000 Brussel, België; en in Italië, REA-nr. RM - 1530473, filiaal: Via delle Quattro Fontane 15, 00184 Rome, Italië. Oxera Consulting (Frankrijk) LLP, een Franse filiaal: 60 Avenue Charles de Gaulle, CS 60016, 92573 Neuilly-sur-Seine, Frankrijk is geregistreerd in Neuilly-sur-Seine, RCS-nr. 844 900 407 00025; Oxera Consulting (Nederland) LLP, een Nederland filiaal: Strawinskylaan 3051, 1077 ZX Amsterdam, Nederland is geregistreerd in Amsterdam, KvK nr. 72446218. Oxera Consulting GmbH is geregistreerd in Duitsland, nr. HRB 148781 B (Plaatselijke rechtbank van Charlottenburg), met hoofdkantoor: Rahel-Hirsch-Straße 10, Berlin 10557, Duitsland.

Hoewel alles in het werk is gesteld om de juistheid van het materiaal en de integriteit van de hierin gepresenteerde analyse te waarborgen, aanvaardt Oxera geen enkele aansprakelijkheid voor enige actie die op basis van de inhoud ervan wordt ondernomen.

Geen enkele Oxera-entiteit is geautoriseerd of gereguleerd door de Financiële autoriteit of verordening in een van de landen waarin zij actief is of diensten verleent. Ledereen die een specifieke belegging overweegt, moet zijn eigen makelaar of andere beleggingsadviseur raadplegen. Oxera aanvaardt geen aansprakelijkheid voor een specifieke investeringsbeslissing, die op eigen risico van de belegger moet zijn.

© Oxera 2025. Alle rechten voorbehouden. Met uitzondering van het citeren van korte passages ten behoeve van kritiek of recensie, mag geen enkel deel van dit document worden gebruikt of gereproduceerd zonder onze toestemming.

