

Monitor Financiële Sector 2004

Monitor Financiële Sector 2004

Inzichten van de NMa over de mededinging in de financiële sector

De volgende medewerkers van de NMa hebben een bijdrage geleverd aan de totstandkoming van deze publicatie:

G.J. la Bastide
M.J. Bijlsma
J.F.G. Bruggert
N.M. Duykers
K.T.P. Janssen
D.M. de Jong-Tennekes
G.R. Lago
J.J. May
W. Meester
I.S. Nobel
C.J. Zonderland

De inhoud van deze uitgave is afgesloten op 1 oktober 2004. Ontwikkelingen na deze datum konden daarom niet meer in de teksten worden verwerkt.

Inhoud

Voorwoord	5
1 Monitoring van de financiële sector in 2004	7
1.1 Inleiding	7
1.2 Werkzaamheden van de MFS in 2004	7
1.3 Toe- en uittreding	9
1.4 Drie stellingen over concurrentie in de financiële sector	13
1.5 Doelstellingen en opzet	15
2 Concurrentie bij assurantietussenpersonen	19
2.1 Inleiding	19
2.2 Werking van de markt	20
2.3 Invloed van verzekeraars en consumenten op tussenpersonen	22
2.4 Mededingingsrechtelijk risico	28
2.5 Conclusie	30
3 Vraag- en aanbodsituatie in schadeverzekeringsmarkten	31
3.1 Inleiding	31
3.2 De Europese beschikkingenpraktijk	32
3.3 Casus rechtsbijstandverzekeringen	34
3.4 Casus kredietverzekeringen	37
3.5 Conclusie	43
4 Concurrentie op aandelenmarkten	44
4.1 Inleiding	44
4.2 Het aandelenbedrijf in vogelvlucht	46
4.3 Analytisch kader	49
4.4 De markt voor emissiediensten	52
4.5 De markt voor noteringsfaciliteiten	55
4.6 De markt voor transactiebemiddeling	58
4.7 De markt voor handelsfaciliteiten	62
4.8 De clearingmarkt	65
4.9 De settlementmarkt	68
4.10 De markt voor bewaring en beheer	69
4.11 De registratiemarkt	72
4.12 Conclusie	74

5 Productkoppelingen als overstapdrempel in de markt voor bankdiensten aan het MKB	78
5.1 Inleiding	78
5.2 Concurrentie en overstapkosten	78
5.3 Aard en effect van productkoppelingen	80
5.4 Relationship banking als motief achter productkoppelingen	81
5.5 MFS-onderzoek naar productkoppelingen	84
5.6 Conclusie	89
6 Internationale vergelijking van pinmarkten	91
6.1 Inleiding	91
6.2 De Nederlandse pinmarkt	92
6.3 De Engelse pinmarkt	93
6.4 De Duitse pinmarkt	95
6.5 Analyse en conclusies	96
7 Verwevenheid in de Nederlandse financiële sector en de mededingingswetgeving	98
7.1 Inleiding	98
7.2 Wat is verwevenheid?	98
7.3 Verwevenheid in de Nederlandse financiële sector	101
7.4 Mededingingstoezicht en verwevenheid	105
7.5 Conclusie	107
8 Economische winst van Nederlandse banken	108
8.1 Inleiding	108
8.2 Economische winst	108
8.3 Bevindingen	110
8.4 Analyse	111
8.5 Conclusie	114
Bijlage 1: beschikkingenpraktijk concentratiezaken	116
Bijlage 2: marktaandelen banken	122
Noten	123

Voorwoord

Er is het afgelopen jaar veel gebeurd ten aanzien van het mededingingstoezicht op de financiële sector. In de bancaire sector heeft de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) onder meer aan Interpay een boete opgelegd voor het berekenen van excessieve tarieven voor de levering van netwerkdiensten voor pintransacties. Deze zaak verkeert momenteel in de bezwaarprocedure. De activiteiten van de NMa in de verzekeringssector hebben geleid tot *guidance* aan de sector over een *compliance*-regeling waarvan het de bedoeling is dat alle leden van het Verbond van Verzekeraars deze invoeren. In de effectensector is een brede risicoscan uitgevoerd, waarvan in deze publicatie verslag wordt gedaan. De contacten met de sector zijn geïntensiveerd, wat over-en-weer heeft geleid tot een verbetering van inzichten.

De financiële sector is in beweging. Het mededingingstoezicht wordt op de marktontwikkelingen afgestemd. Enerzijds blijft het opsporen van verboden gedrag een belangrijke pijler van de handhaving. Monitoring kan hieraan bijdragen. Anderzijds heeft de NMa open oog voor de complexiteit van de financiële sector. Daarom biedt de NMa ondersteuning aan de financiële sector door middel van *guidance*. Soms moet de NMa haar goedkeuring onthouden jegens bepaalde door de sector voorgestelde arrangementen. Samen met de marktpartijen zoeken naar oplossingen die wél ‘mededingingsproof’ zijn behoort echter ook tot het instrumentarium van de NMa. Tegelijk blijkt uit deze Monitor dat ondoorzichtigheid, overstapkosten en economische machtsposities in potentie de mededinging in de financiële sector beperken. Er rust dan ook een buitengewone verantwoordelijkheid op de marktpartijen zelf om binnen de grenzen van de Mededingingswet te blijven. De NMa zal ook volgend jaar de financiële sector met verhoogde prioriteit blijven onderzoeken.

Een jaar geleden, op 26 november 2003, publiceerde de NMa voor de eerste keer de *Monitor Financiële Sector* (MFS). Deze publicatie heeft zowel in de media als in de sector zelf de nodige aandacht gekregen. Inhoudelijke reacties werden ontvangen van onder meer De Nederlandsche Bank, het Verbond van Verzekeraars en de Vereniging Consument & Geldzaken. Over het algemeen werd het positief gewaardeerd dat de NMa zich bezig is gaan houden met structureel economisch onderzoek naar de concurrentie op de financiële markten.

Zoals ik op het symposium ter gelegenheid van de oprichting van de MFS reeds memoreerde: 'Elke sector krijgt de NMa die zij verdient.' Een sector die er blijk van geeft te willen opereren binnen de grenzen van de Mededingingswet en mee te willen werken om eventuele misstanden op te heffen, vindt de NMa aan haar zijde. Op basis van de contacten die de NMa het afgelopen jaar met bankiers en verzekeraars heeft gehad, kan ik zeggen ervan uit te gaan dat dit ook voor de financiële sector geldt.

Mr. P. Kalbfleisch
Directeur-generaal van de Nederlandse Mededingingsautoriteit

1 Monitoring van de financiële sector in 2004

1.1 Inleiding

De MFS doet economisch onderzoek naar de concurrentie in de verschillende deelmarkten van de financiële sector. Hierbij worden kenmerken van deze markten in kaart gebracht en wordt geanalyseerd in hoeverre er op een bepaalde deelmarkt sprake is van risico's voor de mededinging. In de meeste gevallen onderzoekt de MFS verschillende indicatoren die, in onderlinge samenhang beschouwd, een risico-inschatting vanuit mededingingsperspectief opleveren. Waar mogelijk ontstaat over deze inzichten een dialoog met de sector, met als doel te komen tot concurrentiebevorderende veranderingen. Hierbij snijdt het mes aan twee kanten. Enerzijds gaat er van het monitoren en het bekendmaken van de opgedane inzichten een zelfstandig handhavingeffect uit. Het maakt de betrokken ondernemingen immers meer bewust van de normen van de Mededingingswet en het belang van de naleving daarvan. Anderzijds bevordert monitoring een adequate prioriteitstelling en uitvoering van concreet opsporingsonderzoek naar overtredingen van de Mededingingswet. Ook ondersteunt de monitorfunctie het concentratietoezicht van de NMa in de financiële sector: de toetsing van fusies en overnames. In dit hoofdstuk wordt om te beginnen stilgestaan bij de werkzaamheden van de MFS in het afgelopen jaar. Vervolgens wordt in twee paragrafen een eerste indruk gegeven van de concurrentie in de financiële sector.

1.2 Werkzaamheden van de MFS in 2004

In het eerste volle jaar van haar bestaan heeft de MFS veel nadruk gelegd op structuuronderzoeken en op de monitoring van actuele ontwikkelingen. Dit is een goede manier om overzicht te krijgen over de concurrentieaspecten van een onderzochte deelmarkt. *Desk research* en het afnemen van interviews zijn de voornaamste methoden voor dit type onderzoek. Vanaf hoofdstuk 2 wordt verslag gedaan van een groot deel van de onderzoeksactiviteiten van de MFS in 2004. De MFS zal in de toekomst geleidelijk meer nadruk leggen op onderzoek naar de gedragingen van marktpartijen en de uitkomsten van het marktproces. Hierbij zal naar verwachting in toenemende mate het accent liggen op kwantitatieve onderzoeksmethoden. Daarnaast wordt continu aandacht besteed aan actuele ontwikkelingen in de financiële sector.

Naast het bankwezen en de verzekeringssector heeft dit jaar voor het eerst ook het effectenwezen de aandacht van de MFS gekregen. Zo zijn de ontwikkelingen ten gevolge van de toetreding van de London Stock Exchange (LSE) tot de markt voor handelsfaciliteiten in Nederlandse aandelen nauwlettend gevolgd. Ook is een breed onderzoek uitgevoerd naar risicosegmenten vanuit concurrentie-optiek in de aandelenmarkt. Dit laatste onderzoek komt aan bod in hoofdstuk 4 van deze Monitor.

Het werk van de MFS heeft zich het afgelopen jaar afgespeeld tegen de achtergrond van enkele belangrijke zaken van de NMa met betrekking tot de financiële sector. Zo werden verschillende concentraties aangemeld in de verzekeringssector (zoals Achmea-Levob en DAS-LAR). Daarnaast heeft de NMa eind april 2004 een sanctie opgelegd aan Interpay en de daarin aandeelhoudende banken wegens overtreding van artikel 24 (misbruik van een economische machtspositie) en artikel 6 (kartelverbod) van de Mededingingswet. Het ging hierbij om te hoge pintarieven en concurrentiebeperkende afspraken. De activiteiten in de verzekeringssector kenmerkten zich onder andere door intensief overleg met vertegenwoordigers van het Verbond van Verzekeraars over een complianceregelgeving. Deze complianceregelgeving beoogt bij te dragen aan het voorkomen van overtredingen van de Mededingingswet.

In 2004 zijn de relaties met andere toezichthouders, de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank/ Pensioen- & Verzekeringskamer (DNB/ PVK), geïntensiveerd. Dit is gedaan met het doel inzichten uit te wisselen en te voorkomen dat er overlap in activiteiten ontstaat. De AFM heeft de MFS een aantal keren geconsulteerd over de invulling van de nieuwe Wet financiële dienstverlening (Wfd). Met het ministerie van Financiën, directie Financiële Markten, heeft veelvuldig contact plaatsgehad over bevindingen en onderzoeksvragen. De MFS participeert ook in een project van het ministerie van Economische Zaken met betrekking tot het bevorderen van de marktwerking in de financiële sector. Daarnaast werd in een aantal onderzoeken samengewerkt met de Consumentenbond, MKB-Nederland en het Centraal Planbureau.

Ook internationaal zijn de contacten verder verstevigd. Zo is in het kader van de samenwerkende European Competition Authorities samen met de mededingingsautoriteiten van het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Zweden een 'werkgroep retail-banking en betaalsystemen' opgericht. Deze werkgroep staat onder voorzitterschap van de NMa en heeft als doel het uitwisselen van kennis en ervaring tussen de deelnemende autoriteiten en het ontwikkelen van gemeenschappelijke visies over trends in de financiële sector en de wijze van optreden van mededingingsautoriteiten. Ook binnen het European Competition Network, dat wordt voorgezeten door de Europese Commissie, wordt samengewerkt met buitenlandse autoriteiten. Zo zijn in

dit kader ervaringen en visies uitgewisseld met betrekking tot *clearing & settlement*, de terrorismepool en multilaterale interbancaire vergoedingen. Van de Europese financiële markten is de Britse in veel opzichten één van de meest ontwikkelde. Ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk op het gebied van regelgeving en innovatie lopen vaak voor op de Nederlandse situatie. Begin 2004 werd om deze reden een werkbezoek gebracht aan de Office of Fair Trading (de Britse mededingingsautoriteit) en de Financial Services Authority (de Britse 'regulator' van de financiële sector).

1.3 Toe- en uittreding

Toe- en uittredingsbarrières zijn een belangrijke belemmering voor een goede marktwerking. Als er in een markt geen belemmeringen bestaan om bedrijfsactiviteiten op te starten of te beëindigen, hebben dominante ondernemingen weinig mogelijkheden om hun positie te misbruiken en zijn kartelafspraken moeilijk te handhaven. De hoge winsten die het uiteindelijke doel zijn van misbruik van marktmacht of het vormen van een kartel zullen namelijk toetreding uitlokken. Toetreding leidt tot erosie van deze winsten. Analyse van de toe- en uittreding is dus een goed vertrekpunt om een algemeen beeld te krijgen van de concurrentie in de financiële sector. Daarom wordt reeds aan het begin van deze *Monitor financiële sector 2004* aandacht aan dit onderwerp besteed, alvorens in te gaan op specifieke deelmarkten in de hiernavolgende hoofdstukken.

Verskillende manieren van toe- en uittreding

Uittreding kan op verschillende manieren plaatsvinden. Verkoop van bedrijfsonderdelen is er een van. Andere vormen van uittreding zijn faillissement, het afbouwen van activiteiten, het verliezen van een vergunning en fusies tussen bestaande partijen. Toetreding kan plaatsvinden door een overname of door het starten van een nieuwe bedrijfsactiviteit. Het kan daarbij gaan om een geheel nieuwe onderneming, om een aanbieder die reeds actief is in andere financiële deelmarkten, om een buitenlandse financiële instelling of om een branchevreemde onderneming. Een voorbeeld van een branchevreemde toetredere die het afgelopen jaar veel aandacht heeft gekregen, is winkelconcern Vendex KBB.

Vendex KBB als nieuwe toetreders

Vendex KBB kondigt begin 2004 aan de financiële dienstverlening bij haar dochterbedrijven Bijenkorf, V&D, HEMA en Praxis fors uit te zullen breiden.¹ Het concern treedt daarmee toe tot verschillende financiële markten en wordt een hybride financiële instelling, die voor adviesproducten opereert als tussenpersoon en voor standaardproducten als *direct writer*. Onder adviesproducten vallen onder andere pensioenen, hypotheek en beleggingen, terwijl onder standaardproducten relatief eenvoudige schade- en levensverzekeringen en gespreide betaalmogelijkheden worden verstaan. Ook worden de mogelijkheden van klantenkaarten (bijvoorbeeld de Blocard) uitgebreid met creditcardfaciliteiten. De kennis van de markt voor adviesproducten wordt geleverd door erkende adviseurs van een detacheringbureau, terwijl voor de niet-adviesproducten per label wordt samengewerkt met één vaste partner, zoals Aon en Proteq.

In haar benadering van de financiële markten bouwt Vendex KBB voort op bestaande *retail*-formules, die elk een op maat van het winkelmerk gesneden financieel aanbod krijgen. Dit houdt bijvoorbeeld in dat de meer complexe producten wel verkocht worden via V&D en de Bijenkorf, maar niet bij HEMA en Praxis. Vendex KBB verwacht succesvol te worden als financiële instelling door logische koppelingen te leggen tussen in de warenhuizen verkochte fysieke producten en bijbehorende financiële diensten. Zo kan tegelijk met een kostbare aankoop een lening of een inboedelverzekering worden afgesloten.

Daarnaast denkt men te profiteren van verschillende synergievoordelen in de operationele sfeer. Zo bezit men reeds een landelijk netwerk van verkooppunten en kan tegen verwaarloosbare extra kosten reclame voor financiële diensten worden opgenomen in folders die toch al worden verspreid.

Dynamiek van de markt

Gezien de diversiteit in vormen van toe- en uitbreiding is het nauwelijks mogelijk een sluitend beeld te krijgen van de aantallen toe- en uitbreiders. Lang niet altijd is een vergunning vereist en de uitbreiding of inkrimping van de *scope* van activiteiten van bestaande aanbieders wordt niet per definitie aan de grote klok gehangen. Op basis van berichten in de media heeft de MFS het beeld gekregen dat op de meeste financiële deelmarkten toe- en uitbreiding plaatsvindt. Desondanks lijken, op grond van een analyse van de grootste aanbieders door de tijd heen, de verhoudingen in de financiële sector zeer constant. In onderstaande tabel 1.1 staan bij wijze van voorbeeld de 10 grootste schadeverzekeraars (gemeten naar premie-inkomen, inclusief zorg) weergegeven in 1984 en in 2002.

Tabel 1.1 Top 10 schadeverzekeraars in 1984 en 2002

Grootste schadeverzekeraars in 1984	Grootste schadeverzekeraars in 2002
1 Nationale-Nederlanden	1 Achmea
2 Delta Lloyd	2 Fortis
3 AEGON/Nezifo	3 ING
4 Zilveren Kruis/VGCN	4 Delta Lloyd
5 Interpolis	5 Rabobank
6 Nieuw Rotterdam	6 Allianz
7 Amev	7 Univé
8 Stad Rotterdam/De Amersfoortse	8 AEGON
9 Royal Nederland	9 AXA
10 Ohra	10 Amicon

Bronnen: VVP, Jaaroverzicht 1984; Verbond van Verzekeraars, Verzekerd van cijfers 2004.

De meeste verschillen tussen de beide lijsten zijn te herleiden tot fusies, overnames en naamswijzigingen. Nationale-Nederlanden maakt inmiddels deel uit van financieel concern ING, Zilveren Kruis van Achmea, Interpolis van de Rabobank Groep, Nieuw Rotterdam van AXA, Amev en Stad Rotterdam/De Amersfoortse van Fortis, Royal Nederland van Allianz en Ohra van Delta Lloyd. De enige nieuwe namen in de top 10 van 2002 zijn dus Univé en Amicon. Amicon komt voort uit diverse (regionale) ziektekostenverzekeraars met over het algemeen een decennialange historie. De rechtsvoorgangers van coöperatieve verzekeraar Univé, DLG en Novo, bestonden ook reeds in 1984. Er staan in de top 10 van 2002 dus geen aanbieders die in de periode vanaf 1984 tot de markt zijn toegetreden. Aan de levenskant zijn sinds de jaren zestig de enige echt nieuwe toetreders die een significante marktpositie hebben veroverd, UAP en Equity & Law (inmiddels beide opgegaan in AXA) en Legal & General.² Ook aan de bankenkant domineren de huidige Nederlandse grootbanken³ of hun rechtsvoorgangers reeds decennialang de markt. Het algemene beeld is derhalve dat vooral 'aan de randen van de markt' sprake is van toe- en uitbreiding in de vorm van nieuw opgezette bedrijfsactiviteiten. Wel is sprake van toetreding door middel van overnames, zoals in het geval van het Duitse Allianz dat Royal Nederland en Zwolsche Algemeene overnam.

Opvallend is in dit kader ook dat het marktaandeel van buitenlandse ondernemingen in de Nederlandse bancaire sector beperkt blijft tot 11% in 2001.⁴ Dit marktaandeel ligt duidelijk onder het gemiddelde van de EU-landen, dat 24% bedraagt. Hoewel het

marktaandeel van buitenlandse banken in Nederland groter is dan in de Duitse markt (5%) blijft het percentage ver achter bij andere ons omringende landen: België (25%), Frankrijk (19%), het Verenigd Koninkrijk (51%) en Ierland (49%). Ook dit bevestigt het beeld van relatief vaste marktverhoudingen. Toetreding is blijkbaar voor buitenlandse aanbieders lastig of commercieel gezien onvoldoende interessant.

Gesprekken met toe- en uittredders

Met verschillende partijen die de afgelopen tijd tot Nederlandse financiële markten zijn toegetreden of deze juist hebben verlaten, heeft de MFS contact opgenomen. Uit deze gesprekken komt onderstaand beeld naar voren ten aanzien van de barrières die er bestaan om toe of uit te treden. Hierbij geldt overigens dat veel uitredingsbarrières ook toetredingsbarrières zijn. Immers, als het moeilijk of kostbaar is om een eenmaal gestarte activiteit te staken, zal de ondernemer minder snel geneigd zijn toe te treden tot een markt.

Als belangrijkste voorwaarden voor toetreding in het algemeen worden inzicht in de markt, creativiteit en doorzettingsvermogen genoemd. Als belangrijke belemmeringen voor toetreders tot de Nederlandse financiële sector noemen de gesprekspartners het vinden van een verkoopkanaal, het opbouwen van een goed (en 'financieel') imago en het overstapgedrag van afnemers.

Het verkoopkanaal is met name voor het retailsegment van belang. Het onderhouden van een eigen kantorennetwerk is over het algemeen te duur voor nieuwe aanbieders, aangezien hiervoor een minimale schaalgrootte is vereist. Afhankelijk van het soort product lijken internet en/of het intermediair goede alternatieven. Met betrekking tot het Nederlandse onafhankelijke intermediair lopen de meningen van de verschillende toetreders uiteen. Enerzijds wordt aangegeven dat het intermediair toetreding in Nederland vergemakkelijkt, terwijl door anderen enige 'onwil' bij het intermediair wordt bespeurd om samen te werken met nieuwe aanbieders. Aangezien vertrouwen binnen de financiële sector een belangrijke rol speelt, is een goed imago belangrijk voor toetredende ondernemingen. Met name voor branchevreemde toetreders en (in mindere mate) ook voor buitenlandse toetreders geldt dat het risico van merkafbreuk groot is. In sommige deelsegmenten wordt toegang tot netwerkfaciliteiten als knelpunt voor toetreding genoemd. Hier worden soms eisen aan toetredende ondernemingen gesteld die niet altijd als redelijk worden ervaren. Over het algemeen worden er geen grote belemmeringen gezien bij de verkoop van bedrijfsactiviteiten. De uitredingsbarrières zijn derhalve in veel gevallen overzienbaar.

Conclusie toe- en uitreding

Het belang van toe- en uitreding voor het goed functioneren van een markt is groot. Er is ten aanzien van de meeste deelmarkten van de Nederlandse financiële sector sprake van toe- en uitreding. Anderzijds lijken nieuwe toetreders slechts bij hoge uitzondering een substantieel marktaandeel te kunnen verwerven. De marktverhoudingen lijken zeer constant, dezelfde spelers blijven jaar na jaar de markt beheersen. De toetredingsbarrières tot de financiële sector, zoals toegang tot verkoopkanalen, overstapgedrag van klanten en imago, zouden dus wellicht ook gezien kunnen worden als 'barrières voor groei'. De concurrentiedruk die uitgaat van nieuwe toetreders wordt hierdoor beperkt.

1.4 Drie stellingen over concurrentie in de financiële sector

In het afgelopen jaar heeft de MFS haar inzicht in de financiële sector verder verdiept en verbreed. In de volgende hoofdstukken van deze Monitor wordt verslag gedaan van diverse verrichte onderzoeken. De MFS bouwt door haar onderzoek ook een algemeen beeld op van de werking van de concurrentie in de financiële sector. Een deel van dat beeld wordt hieronder gepresenteerd in de vorm van drie stellingen:

Stelling 1: de relatief hechte relaties tussen aanbieder en afnemer maken de prijsconcurrentie in de financiële sector minder scherp.

Financiële producten hebben, in het algemeen gesproken, enkele bijzondere kenmerken:

- Het zijn diensten die weinig frequent worden aangeschaft (in de zin van het nemen van een aankoopbeslissing).
- Het zijn 'ervaringsgoederen', de klant kan pas na aankoop vaststellen wat de kwaliteit is.
- Gezien de grote financiële belangen die er over het algemeen mee samenhangen, is vertrouwen een belangrijk criterium voor de klant. Dit betekent ook dat de kwaliteit van de aanbieder (gereflecteerd in diens reputatie) niet los kan worden gezien van de kwaliteit van het product zelf.

Deze kenmerken leiden ertoe dat er in financiële markten overstapkosten ontstaan en dat de relatie afnemer-aanbieder een belangrijke determinant van de marktdynamiek wordt. Zo lijken banken en verzekeraars in het algemeen meer op relatie te concurreren dan op prijs. Het bestendigen van eenmaal aangegane relaties is veelal belangrijker dan het werven van klanten van concurrenten. Ook klanten hebben echter prikkels om te streven naar langdurige relaties met aanbieders van financiële producten. Naast de

tastbare voordelen van een dergelijke situatie, zoals de mogelijkheid om informatie-asymmetrie op te heffen (zie bijvoorbeeld de paragraaf over *relationship banking* in hoofdstuk 5 van deze Monitor), is het ook zo dat de afnemer zekerheid en gemak zoekt en dit niet zelden prefereert boven het vinden van de scherpste prijs. De op klantrelatie gerichte strategieën van aanbieders van financiële producten zijn dus mede verklaarbaar vanuit de voorkeuren van de klant.

Deze nadruk op relaties kan echter wel ten koste gaan van de transparantie van de markt. De relatie tussen klant en aanbieder is gebaseerd op vertrouwen en in mindere mate op puur financiële overwegingen. Dit kan ertoe leiden dat afnemers minder de neiging vertonen om hun aanbieder te 'monitoren' en dat zij minder informatie vergaren dan zij zouden doen in afwezigheid van een dergelijke vertrouwensrelatie. Aanbieders voelen op deze wijze minder druk om toegankelijk en volledig te zijn wanneer het gaat om de informatieverstrekking. Voor de klant die wel uit is op een zo scherp mogelijke prijs-kwaliteitverhouding wordt het daarmee lastig om de hiervoor benodigde informatie te vinden. Een focus op relatie in plaats van op prijs kan dus tot een minder doorzichtige situatie leiden.

Stelling 2: ondoorzichtigheid heeft een dempende invloed op de concurrentie in de financiële sector. Aanbieders hebben de mogelijkheid om de markt transparanter te maken.

Ondoorzichtigheid lijkt ook in bredere zin een kenmerk van de financiële sector te zijn. In de eerste plaats is er sprake van complexe producten (zoals hypotheeken, pensioenen, betalingsverkeer en derivaten). Vaak is niet zozeer de functie van het product ingewikkeld, als wel de exacte condities die van kracht zijn. Het begrijpen van de precieze kosten, opbrengsten, verplichtingen en rechten die samenhangen met een financieel product is voor een leek vaak niet eenvoudig. Ook de structuur en onderlinge relaties binnen een bedrijfskolom kunnen leiden tot intransparantie, zoals uit hoofdstuk 2 over het verzekeringsintermediair blijkt. Daarnaast kunnen onderlinge koppelingen van producten de markt minder overzichtelijk maken. Voor een deel is dit wellicht een onvermijdelijk gevolg van de aard van financiële dienstverlening. Het lijkt echter aannemelijk dat aanbieders binnen een bepaalde bandbreedte over mogelijkheden beschikken om de mate van transparantie te beïnvloeden. Door de ondoorzichtigheid van de markt wordt de klant minder goed in staat gesteld om producten en condities van verschillende aanbieders te vergelijken, wat afbreuk doet aan de concurrentie en de druk op het prijsniveau verlaagt.

Stelling 3: toezichhouders kunnen afnemers helpen de intensiteit van de concurrentie te beïnvloeden.

De klant heeft mogelijkheden om het speelveld te veranderen. Weliswaar is zijn organisatiegraad vaak (veel) geringer dan die van de aanbieders. Maar als afnemers de prijs bij hun productkeuze zwaarder laten wegen en minder letten op de relatie met de aanbieders, lijkt het in principe mogelijk om meer concurrentie af te dwingen. Het kan zijn dat klanten die nalaten actief concurrentie af te dwingen dit doen omdat in een ondoorzichtige markt de zoekkosten te hoog zijn. Ook in dit laatste geval kan de klant echter zijn invloed doen gelden door bijvoorbeeld te lobbyen voor regelgeving die de transparantie vergroot.

Toezichhouders kunnen om dit proces te bevorderen een bewustmakende rol spelen door bijvoorbeeld ondoorzichtige marktsituaties te signaleren. Dit kan een aanknopingspunt zijn voor afnemers om hier individueel of in organisatieverband actie op te ondernemen. Ook de monitorwerkzaamheden van de MFS kunnen mede in dit licht worden gezien.

1.5 Doelstellingen en opzet

Deze *Monitor financiële sector 2004* heeft in algemene zin een drietal doelstellingen:

- 1 Verslag doen van het verrichte onderzoek. In dit bestek wordt overigens geen volledig beeld gegeven. Een deel van het onderzoek komt niet voor publicatie in aanmerking omdat het is gebaseerd op bedrijfsvertrouwelijke gegevens of omdat het aanleiding is voor mededingingsrechtelijk opsporingsonderzoek.
- 2 Inzicht geven in de manier waarop de NMa naar de markt kijkt. Hierdoor wordt het voor ondernemingen eenvoudiger om structuren en gedragingen in lijn te brengen met de normen die de Mededingingswet daarvoor stelt. Dit past in het beleid van de NMa ten aanzien van preventieve guidance aan de sector.
- 3 Als basis dienen voor een dialoog met de sector. Net als vorig jaar nodigt de NMa eenieder uit om te reageren op haar analyses in deze *Monitor financiële sector*.

De opzet van deze Monitor is als volgt. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op het verzekeringsintermediair. Ondoorzichtigheid lijkt in deze markt een belangrijke determinant van de mate van concurrentie te zijn. Vervolgens wordt een aantal specifieke deelmarkten onder de loep genomen: rechtsbijstandverzekeringen en kredietverzekeringen in hoofdstuk 3 en de aandelensector in hoofdstuk 4. Toetredingsdrempels en de aanwezigheid van dominante aanbieders zijn hierbij belangrijke aandachtspunten. Een specifieke toetredingsdrempel op de bancaire markt, het bestaan van overstapkosten door de koppeling van producten, komt aan de orde in hoofdstuk 5.

Hoofdstuk 6 laat aan de hand van de markt voor pinnen zien tot welke inzichten internationale vergelijking van marktstructuren kan leiden. In hoofdstuk 7 wordt ingegaan op een specifiek element uit de marktstructuur, namelijk de onderlinge verwevenheid van ondernemingen. De economische winst van Nederlandse banken is het onderwerp van hoofdstuk 8. De bijlage, tenslotte, bevat overzichten van beschikkingen inzake concentraties en marktaandelen in bancaire deelmarkten. Nog een opmerking vooraf: in deze Monitor wordt vaak gesproken over (deel-) markten. Deze hoeven niet overeen te komen met mededingingsrechtelijk afgebakende relevante markten.

Belangrijke gebeurtenissen in 2004

Dit kader biedt een overzicht van enkele gebeurtenissen die gedurende de eerste negen maanden van het jaar 2004 plaatsvonden in de Nederlandse financiële sector en die van belang zijn vanuit concurrentieoptiek. Het spreekt vanzelf dat dit geen compleet overzicht is. Het geeft echter wel een beeld van de met concurrentie samenhangende onderwerpen die actueel zijn in de sector.

‘Winkelier mag onderhandelen over pintarief’

(De Volkskrant, 23 december 2003)

Per 1 maart 2004 zijn de contracten met betrekking tot de acceptatie en de verwerking van pinbetalingen van Interpay naar de banken overgegaan. Doel van deze operatie is het bevorderen van concurrentie tussen banken op het gebied van het betalingsverkeer. Na de overdracht is de detaillist in beginsel vrij om met zijn bank te onderhandelen over nieuwe voorwaarden of bij een andere bank een nieuw contract af te sluiten. De NMa heeft een onafhankelijk onderzoeksbureau de opdracht gegeven te onderzoeken of de overdracht inderdaad heeft geleid tot concurrentie tussen de banken en tot lagere prijzen. De resultaten van dit onderzoek worden begin 2005 verwacht.

‘Overstapservice zet banken aan tot marketingoffensief’

(Het Financieele Dagblad, 6 januari 2004)

Vanaf 2 januari 2004 is het voor consumenten eenvoudiger geworden om naar een andere bank over te stappen, door de invoering van de overstapservice. De service bestaat er onder meer uit dat de oude bank zorgt dat alle inkomsten, zoals loon en uitkeringen, gedurende dertien maanden automatisch op de nieuwe rekening worden geboekt. De klant moet wel zelf zijn werkgever of uitkeringsinstantie op de hoogte

brengen van de wijzigingen. Met betrekking tot de afboekingen brengt de bank de bedrijven die automatische incasso's insturen op de hoogte van de wijziging van het rekeningnummer. In 2005 zal de werking van de overstapservice geëvalueerd worden.

‘Rabo koopt vijf procent van Eureko’

(Trouw, 12 februari 2004)

Rabobank krijgt een minderheidsdeelneming van 5% in de moeder van Achmea, verzekeringsgroep Eureko. De bestuurlijke samenwerking krijgt onder meer vorm door het over-en-weer mogen invullen van een plaats in de raad van commissarissen.⁵ Verder is een distributieovereenkomst gesloten voor de verzekeringen van Zilveren Kruis Achmea. Hierdoor krijgt Achmea een nieuw distributiekanaal via de kantoren van Rabobank en kan Rabobank zijn positie op de verzekeringsmarkt, waar Rabobank- dochter Interpolis reeds een grote speler is, verder versterken.

‘Beurs Londen start met handel in Nederlandse aandelen’

(De Volkskrant, 25 mei 2004)

Nederlandse aandelen worden na Amsterdam en Frankfurt nu ook verhandeld op de beurs in Londen. Daarmee lijkt de markt voor handelsfaciliteiten voor de handel in Nederlandse aandelen definitief te zijn opgebroken.⁶ De tarieven van de Londense beurs zouden 40% onder de oorspronkelijke prijzen van Euronext liggen. Anticiperend op deze concurrentiedruk is Euronext ertoe overgegaan de tarieven te verlagen.

‘Weinig oog hypotheekadviseurs voor belang klant’

(De Telegraaf, 26 mei 2004)

Uit een onderzoek in opdracht van het ministerie van Financiën naar hypotheekbemiddelaars blijkt dat klanten bij tussenpersonen niet altijd optimaal advies krijgen.⁷ Consumenten die door tussenpersonen zijn geadviseerd, kiezen vaker voor meer complexe hypotheekproducten dan consumenten die direct bij de hypotheek-aanbieders een hypotheek afsluiten. Bovendien zijn er indicaties dat het verschil tussen de meest gunstige hypotheek (laagste rente bij een bepaalde kwaliteit) en de daadwerkelijk afgesloten hypotheek groter is voor consumenten die zijn geadviseerd door tussenpersonen dan voor consumenten die een hypotheek direct bij een hypotheekaanbieder hebben afgesloten. Dit alles kan het gevolg zijn van provisie-gestuurde advisering, waarbij de tussenpersoon zijn advies laat leiden door zijn eigen financiële belang. De branche stelt, onder meer bij monde van de directeur van de Vereniging Hypotheekadviseurs in Nederland en de voorzitter van de Nederlandse

Vereniging van Assurantieadviseurs en Financiële Dienstverleners (NVA), dat de conclusies van het onderzoek onvoldoende wetenschappelijke basis hebben. Minister Zalm overweegt naar aanleiding van het onderzoeksrapport een aantal beleidsopties.

‘Liberale zorg versnelt concentratie’

(Het Financieele Dagblad, 19 juni 2004)

Zorgverzekeraars Trias en VGZ-IZA praten met elkaar over een fusie. Dit lijkt een volgende stap in een breder proces van concentratie van zorgverzekeraars. Deze concentratietendens is een reactie op veranderingen in de wetgeving, zoals de gedeeltelijke liberalisering van de zorginkoop door verzekeraars. Momenteel kunnen kleine verzekeraars zich aansluiten bij de contracten die de grote ziekenfondsen afsluiten met ziekenhuizen. Straks moeten ze zelf onderhandelen. Hierdoor kunnen verschillen in volume en dus onderhandelingspositie leiden tot scherpe of minder scherpe inkooprijzen.

‘Blokade politici bij fusies banken’

(NRC Handelsblad, 13 september 2004)

Op initiatief van minister Zalm praten Europese ministers van Financiën, presidenten van centrale banken en enkele bankiers over het achterblijven van het aantal grensoverschrijdende fusies en overnames in de financiële sector van de Europese Unie (EU). Volgens Zalm en ABN AMRO-bestuursvoorzitter Groenink lijkt dit te maken te hebben met de afscherming van nationale markten door politici en toezichhouders.⁸ Amerikaanse en Japanse banken zouden zo hun Europese concurrenten kunnen gaan overvleugelen. De Europese Commissie heeft inmiddels aangekondigd hier nader onderzoek naar te gaan doen.

2 Concurrentie bij assurantietussenpersonen

2.1 Inleiding

Tussenpersonen vervullen een belangrijke rol in de verzekeringsmarkt. In Nederland heeft 56% van de huishoudens één of meer levensverzekeringen via een tussenpersoon afgesloten. Voor schadeverzekeringen is dit percentage zelfs 73%.¹ Van de totale omzet in de verzekeringssector van circa EUR 43 miljard, wordt ongeveer EUR 22 miljard door het intermediaire kanaal gegenereerd.² De statistieken over het aantal assurantie-tussenpersonen lopen sterk uiteen. Voorbeelden van openbare bronnen die kunnen worden geraadpleegd om een beeld te krijgen van het aantal actieve tussenpersonen zijn het Wabb-register (Wet assurantiebemiddelingsbedrijf) dat wordt bijgehouden door de Sociaal-Economische Raad, het bedrijfsregister van het Centraal Bureau voor de Statistiek, de registers van de Kamers van Koophandel en onderzoek van het Economisch en Sociaal Instituut van de Vrije Universiteit (ESI-VU).³ Op basis van deze bronnen kan worden geconcludeerd dat er in Nederland minimaal 5.000 assurantietussenpersonen actief zijn. De invoering van de Wet financiële dienstverlening (Wfd) en de daaraan verbonden verplichte vergunningsaanvraag zal waarschijnlijk tot een preciezer beeld van het aantal actieve tussenpersonen leiden. Een belangrijk kenmerk van het intermediaire distributiekanaal is de enorme variatie in schaalgrootte. Aan de ene kant heeft meer dan de helft van de assurantietussenpersonen geen personeelsleden, aan de andere kant is er een groep grote, landelijk opererende assurantietussenpersonen actief. Zo beschikken de 219 intermediairbedrijven met meer dan één vestiging in 2003 over ruim 2.200 vestigingen, die gezamenlijk 38% van de totale schadeprovisie en 45% van de totale levenprovisie voor hun rekening namen.⁴

Doel van de analyse in dit hoofdstuk is het mededingingseconomisch risico van het intermediaire distributiekanaal te beoordelen en vast te stellen welke factoren het concurrentieniveau (in de zin van efficiënte marktuitkomsten) beïnvloeden. Hierbij moet worden aangetekend dat de NMa ongeveer gelijktijdig met deze Monitor een consultatiedocument uitbrengt over dit onderwerp. Dit hoofdstuk is derhalve een samenvatting van enkele eerste inzichten uit een breder onderzoek dat nog gaande is. In de volgende paragrafen wordt achtereenvolgens een beschrijving gegeven van de werking van de markt, de invloed van verzekeraars en consumenten op het gedrag van tussenpersonen en een inschatting van de mededingingseconomische risico's.

2.2 Werking van de markt

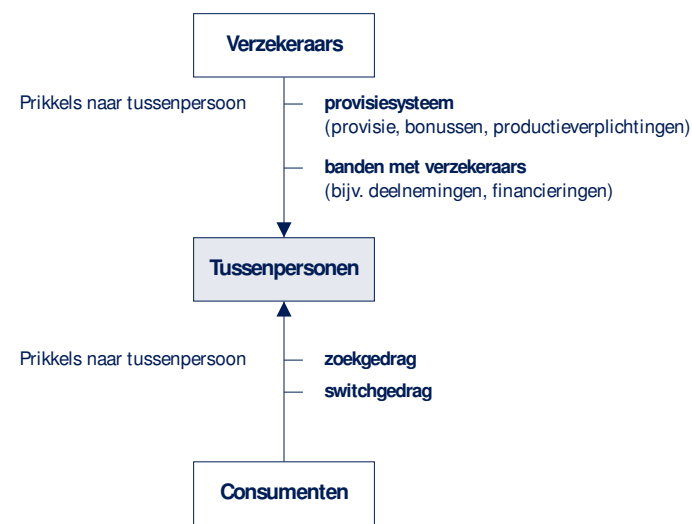
Een tussenpersoon geeft advies aan de consument bij de aanschaf van verzekeringen, hij bemiddelt tussen consument en verzekeraar bij aankoop ervan, en hij verleent diensten die zijn gerelateerd aan het verkochte product, zoals bijvoorbeeld het afhandelen van een schadeclaim en het verwerken van mutaties in de polis.⁵ Hiertoe inventariseert de tussenpersoon de financiële situatie van de consument en diens behoeften met betrekking tot zaken als eigen risico, dekking en serviceniveau van de verzekeraar. Een onafhankelijk advies houdt in dat op basis van deze informatie het best passende verzekeringsproduct met de laagste kosten gezocht en geadviseerd wordt. Voor de dienstverlening die de tussenpersoon aan de consument levert, betaalt de verzekeraar provisie aan de tussenpersoon. De vergoeding die de consument betaalt voor de dienstverlening van de tussenpersoon is daarmee indirect onderdeel van de verzekeringspremie. De tussenpersoon heeft dus een duale rol: adviseur en verkoopkanaal. Deze combinatie van functies heeft voordelen, maar kan ook leiden tot spanning tussen de kwaliteit van het advies en commerciële overwegingen.

Prikkels

Bij de totstandkoming van het advies gaan er van zowel verzekeraars als consumenten prikkels uit op de tussenpersoon. Voor verzekeraars is het intermediair een belangrijk distributiekanaal. Zij oefenen dan ook op de tussenpersonen invloed uit via het provisie-systeem en de bonussen die zijn gekoppeld aan de totale jaarlijkse productie die voor een bepaalde verzekeraar wordt omgezet. Daarnaast bestaat het vermoeden dat sommige verzekeraars tussenpersonen verplichten een minimale productieomzet bij hen te behalen. Daarbij sturen verzekeraars het gedrag van tussenpersonen door (financiële) banden met hen aan te gaan. Te denken valt hierbij aan deelnemingen (captivisering), het verstrekken van financieringen en het bieden van extra service.

Consumenten willen het best mogelijke advies krijgen. In een goed werkende markt beïnvloeden consumenten het gedrag van tussenpersonen door hun zoekgedrag bij de aanschaf van een nieuw product, waarbij zij de producten en diensten die verschillende tussenpersonen leveren, met elkaar vergelijken. Consumenten kunnen deze rol alleen effectief uitoefenen als zij enerzijds in staat zijn de diensten van verschillende tussenpersonen met elkaar te vergelijken op onafhankelijkheid, kwaliteit en prijs, en anderzijds deze vergelijking ook daadwerkelijk maken. Transparantie is daarvoor een belangrijke voorwaarde. Als een verzekeringsproduct eenmaal is aangeschaft, is daarnaast van belang in hoeverre consumenten van tussenpersoon kunnen switchen wanneer zij ontevreden zijn over het product of de dienstverlening. In figuur 2.1 zijn de drie actoren en de verschillende prikkels schematisch weergegeven.

Figuur 2.1 Invloed van verzekeraars en consumenten op tussenpersonen



Optimale marktwerking

Wanneer de consument het – in zijn specifieke geval – best mogelijke advies tegen een zo laag mogelijke prijs krijgt, werkt de concurrentie binnen het intermediaire distributiekanaal optimaal. Een voorwaarde hiervoor is dat de prikkels van consumenten om tussenpersonen in hun belang te laten handelen, sterker zijn dan de prikkels van verzekeraars. Zo kunnen sterke reputatie-effecten tegenwicht bieden aan invloeden als gevolg van financiële banden en het provisie-systeem.⁶ Reputatie-effecten treden op wanneer een langetermijnrelatie met de klant belangrijk is, en de klant advies en dienstverlening op kwaliteit kan beoordelen. In een goed werkende markt zal een klant van tussenpersoon wisselen wanneer diens advisering of dienstverlening van onvoldoende kwaliteit is. Ook het zoekgedrag van de consument bij de aankoop van verzekeringen kan tegenwicht bieden aan de prikkels die er van verzekeraars uitgaan. Bij gebrek aan zoek- en switchgedrag van de consument blijven alleen niet-economische invloeden zoals beroepsethiek en klantgerichtheid als evenwichtbrengende kracht over. Wanneer het advies van de tussenpersoon eenzijdig wordt beïnvloed door de prikkels van verzekeraars, is het advies niet onafhankelijk. Dit wordt vaak aangeduid met de term *commission bias*.

2.3 Invloed van verzekeraars en consumenten op tussenpersonen

Zoals uit figuur 2.1 blijkt, gaan er van verzekeraars en consumenten prikkels uit op het gedrag van de tussenpersoon. Hierna wordt nader ingegaan op de invloed die verzekeraars en consumenten uitoefenen op het gedrag van tussenpersonen.

Invloed van verzekeraars

Verzekeraars kunnen op verschillende manieren invloed uitoefenen op het gedrag van de tussenpersoon. Hierna wordt hun invloed via captivisering, de provisiestructuur en het bieden van financiering nader besproken.

Captivisering

Captivisering is het verwerven van een meerderheidsbelang door een verzekeraar in de onderneming van een tussenpersoon. In augustus 2000 werd het aantal *captives* door ESI-VU op 215 geschat.⁷ Het *Assurantie Magazine* (AM) publiceert sinds 2002 een overzicht van de haar bekende *captives*.⁸ In 2002 zijn er volgens deze gids 675 kantoren in Nederland geheel of ten dele in handen van verzekeraars, wat aanmerkelijk hoger is dan de schatting in het eerstgenoemde onderzoek. Dit zou ruwweg neerkomen op 10% van het aantal actieve tussenpersonen. Naar omzet gemeten zal dit percentage nog hoger uitkomen omdat *captives* vaak grotere tussenpersonen zijn. In tabel 2.1 is een overzicht te vinden van de vijf verzekeraars met het grootste aantal *captives*, op basis van de *AM-captivegids*. Te zien is dat deze verzekeraars ruim 60% van het aantal *captives* in handen hebben. *Captives* zijn dus geconcentreerd bij een klein aantal verzekeraars.

Verzekeraars verwerven *captives* teneinde de premie-inkomsten veilig te stellen en schaalvoordelen te creëren bij de organisatie van *backoffice*-activiteiten. Een andere mogelijke reden voor verzekeraars om een (volledig) belang in een tussenpersoon te nemen, is het vergroten van de eigen productie bij dergelijke kantoren middels productieafspraken. *Captives* en verzekeraars geven echter veelal aan dat er geen sprake is van dergelijke afspraken en dat het intermediair volledig vrij wordt gelaten bij zijn advisering. Illustratief is de volgende uitspraak van een *captive*: "We kopen in als onafhankelijk intermediair. Natuurlijk wordt er gestimuleerd dat wij productie onderbrengen bij Nationale-Nederlanden of andere ING-dochters, maar er is geen sprake van opgelegd pandoer."⁹ Volgens sommige marktpartijen waarmee de MFS heeft gesproken is de vrijheid van advies echter minder groot dan dergelijke uitspraken van verzekeraars en *captives* doen vermoeden.

Tabel 2.1 De vijf verzekeraars met het grootste aantal *captives* (2002)

	Aantal <i>captives</i>	In procenten
Nationale-Nederlanden	164	24%
AEGON	100	15%
Fortis	77	11%
AXA	51	8%
Delta Lloyd	30	4%
Totaal top 5	422	63%
Overige verzekeraars	253	37%
Totaal	675	100%

Bron: AM *captivegids* 2002.

Uit gevoerde gesprekken en artikelen in vakbladen blijkt niet eenduidig in welke richting het aantal *captives* zich verder ontwikkelt. Verzekeraars lijken verschillende strategieën te volgen. Sommige verzekeraars streven naar een landelijk dekkend netwerk van *captives* en consolideren hun *captive*beleid. Andere verzekeraars hebben inmiddels *captives* en deelnames afgestoten. Bij deze verzekeraars wordt geen actief *captive*beleid meer gevoerd.¹⁰ De effectiviteit van de strategie van captivisering door verzekeraars is dan ook omstreden. Tegenover schaalvoordelen in de *backoffice* staat mogelijk een verlies van ondernemingszin.¹¹

Verskillende typen provisies

De meeste assurantietussenpersonen ontvangen voor hun dienstverlening aan de consument enkel een beloning van de verzekeraar. De belangrijkste beloningsvormen zijn afsluitprovisie, doorlopende provisie en bonusprovisie. Gevolmachtigden krijgen daarnaast bij het afsluiten van een verzekering tekenprovisie.¹² Tabel 2.2 geeft een overzicht van de belangrijkste typen provisie voor schade- en levensverzekeringen.

Tabel 2.2 De belangrijkste typen provisie

Type	Omschrijving
Afsluitprovisie	Enmalige provisie die de assurantiëtuussenpersoon ontvangt voor het afsluiten van een verzekering.
Doorlopende provisie	Periodieke provisie die de assurantiëtuussenpersoon gedurende de looptijd van de verzekeringspolis ontvangt.
Tekenprovisie	Provisie die een gevolmachtigd assurantiëkantoor krijgt voor elke verzekering die afgesloten wordt uit hoofde van de volmacht.
Bonusprovisie	Extra provisie die wordt toegekend over de jaarproductie van bepaalde kapitaalverzekeringen als deze productie een zeker plafond te boven gaat.

In 2001 bestond het grootste gedeelte van de inkomsten van de assurantiëkantoren (ongeveer 75%) uit provisie voor schadeverzekeringen. Provisies uit levensverzekeringen droegen voor ongeveer 16% bij aan de totale ontvangsten van tussenpersonen.¹³ De overige ontvangsten bestonden hoofdzakelijk uit inkomsten uit hypotheekafsluitingen. Bij schadeverzekeringen wordt eigenlijk alleen doorlopende provisie uitbetaald. Bij levensverzekeringen is de afsluitprovisie met 65% het grootste deel van de totale provisie van NVA-leden, terwijl doorlopende provisie hier goed is voor 35% van de inkomsten.¹⁴

Alternatieve beloningsvormen

Recentelijk zijn als gevolg van het project Marktwerking, Deregulering en Wetgevingskwaliteit (MDW) en de wijziging van de Wab alternatieve beloningsvormen mogelijk geworden.¹⁵ Zo is per 1 januari 2000 het verbod op retourprovisie uit de Wab geschrapt. Wanneer een intermediair een gedeelte van de door hem ontvangen provisie – in geld of in natura – doorgeeft aan zijn klant is er sprake van retourprovisie. Bovendien is per 1 april 2002 het beloningsartikel uit de Wab geschrapt. Dit heeft het mogelijk gemaakt dat de verzekeringsnemer een uurtarief of een vaste abonnementsprijs voor geleverde diensten aan de tussenpersoon betaalt.

In de praktijk vinden dergelijke alternatieve beloningssystemen echter nauwelijks ingang in de markt. Vergoeding op basis van uurtarief voor de verkoop van verzekeringen aan particulieren vindt vrijwel niet plaats. Bij zakelijke afnemers komt deze vergoedingsvorm iets vaker voor. Uit een door AM gehouden enquête onder 1000 tussenpersonen blijkt dat 65% van de tussenpersonen geen toekomst ziet voor een beloning op basis van urendeclaratie, 15% procent wel, en 14% op beperkte schaal (niet voor particuliere schadeverzekeringen).¹⁶ De particuliere consument zou, zo komt uit gevoerde gesprekken naar voren, niet bereid zijn voor het afsluiten van een verzekering te betalen in de vorm van een uurtarief, maar wel in de vorm van een all-in premie. Daarnaast is in sommige gevallen advies op basis van een uurtarief fiscaal onvoordelig.¹⁷ Ook retourprovisie vindt weinig ingang in de markt. Uit een door CentER in 2001 uitgevoerde enquête onder leden van NVA (Nederlandse Vereniging van Assurantieadviseurs en Financiële Dienstverleners) en NBVA (Nederlandse Bond van Assuratiebemiddelaars) blijkt dat retourprovisie niet als een belangrijk en algemeen gehanteerd instrument wordt ingezet.¹⁸ Als indicatie: in 2003 werd door NVA-leden gemiddeld circa EUR 10.000 (0,6%) als retourprovisie uitgekeerd op een totale omzet van gemiddeld EUR 1,7 miljoen.¹⁹ Het gebruik van retourprovisie betrof voornamelijk de zakelijke markt.

Financiering

Een andere methode voor verzekeraars om een zekere mate van controle te krijgen over het gedrag van het intermediair is het tegen gunstige voorwaarden verstrekken van leningen aan tussenpersonen. Naast leningen voor bijvoorbeeld de aanschaf van productiemiddelen, kan de financiering bestaan uit leningen in de vorm van voorschotbetalingen op nog te ontvangen provisie of uit het aanbieden van liquiditeiten door middel van een voordelig rekening-courantkrediet. Op deze manier nemen verzekeraars het financieringsrisico van de tussenpersoon over.

Het is niet bekend hoeveel en in welke mate intermediairs financiering ontvangen van verzekeraars. In meerdere gesprekken die de MFS in het kader van dit onderzoek heeft gevoerd is echter naar voren gekomen dat verzekeraars wel degelijk tussenpersonen aan zich proberen te binden door financieringsconstructies. Dit beeld komt ook uit de vakbladen naar voren.²⁰

Ten slotte blijkt uit onderzoek dat in 2002 36% van de ondervraagde tussenpersonen een eventuele overgang van afsluitprovisie naar doorlopende provisie wilde opvangen met financiering van een verzekeraar, en 32% met financiering van een bank.²¹

Invloed van consumenten

Consumenten oefenen via hun zoek- en switchgedrag invloed uit op het gedrag van de tussenpersoon en de wijze van omgaan met de spanning tussen diens rollen als adviseur en verkoper. De mate van transparantie die de markt biedt, speelt daarbij een belangrijke rol.

Transparantie

De consument krijgt in het algemeen geen informatie over wat hij betaalt voor de diensten van een tussenpersoon en over verschillen tussen producten wat betreft de hoogte van de provisie. Bijna de helft van de tussenpersonen wil niet kwijt hoeveel provisie er wordt verdiend aan het sluiten van een verzekering. Slechts 8% vertelt dit de klant ook wanneer deze hier niet om vraagt.²² Daarnaast krijgt de consument weinig informatie over welke verzekeraars een tussenpersoon met elkaar vergelijkt. Niettemin hechten consumenten veel belang aan de onafhankelijkheid van de tussenpersoon, zo blijkt uit onderzoek dat GfK in opdracht van het Verzekeringsblad heeft uitgevoerd onder Nederlandse huishoudens naar het imago en de indruk van de assurantietussenpersoon.²³ De Financial Services Authority (FSA) heeft in het Verenigd Koninkrijk verschillende onderzoeken laten uitvoeren naar het gedrag van consumenten bij de aanschaf van financiële producten.²⁴ Uit deze onderzoeken komt onder meer naar voren dat uitsluitend de financieel meest ontwikkelde consumenten begrijpen dat zij zelf betalen voor de provisie die de financieel adviseur ontvangt.

Voor de consument is daarbij vaak niet duidelijk of een tussenpersoon eigendom is van een verzekeraar. De Gedragscode Informatieverstrekking Dienstverlening Intermediair (GIDI), die op 1 januari 2002 in werking is getreden en is opgesteld door de NVA, de NVBA en het Verbond van Verzekeraars, beoogt hierin verandering te brengen. Volgens deze gedragscode moet een tussenpersoon duidelijk aangeven in hoeverre hij vrij is in het adviseren, dan wel op grond van afspraken of overeenkomsten met verzekeraars beperkt is in zijn advies aan de klant. De GIDI is echter nog niet sectorbreed ingevoerd.²⁵ Voorzover hij wel is ingevoerd worden kanttekeningen gezet bij de effectiviteit ervan.²⁶

Zoek- en switchgedrag

Uit de gevoerde gesprekken met de sector en de Consumentenbond komt het beeld naar voren van een consument die weinig geneigd is producten en intermediair onderling te vergelijken, hiervoor ook de informatie mist en niet bereid is te betalen voor een advies. Typerende uitspraken zijn: 'de consument vertoont weinig shopgedrag', 'de consument is conservatief en vindt verzekeringen een noodzakelijk kwaad', 'de particuliere consument is niet bereid voor advies te betalen' en 'het

probleem is dat levenproducten complex zijn en de Nederlandse consument weinig interesse hierin heeft'. Dergelijke uitspraken wijzen erop dat vanuit het perspectief van de consument de kwaliteit van de relatie met de tussenpersoon erg belangrijk is ten opzichte van de prijs-kwaliteitverhouding van de aan te schaffen verzekeringsproducten.

De indruk bestaat dat consumenten doorgaans niet meer dan één tussenpersoon om een offerte vragen. Vaak komen consumenten bij tussenpersonen terecht via vrienden of familie. Mond-tot-mondreclame is bij de werving van nieuwe klanten erg belangrijk. In een enquête uitgevoerd door CentER geeft meer dan 50% van de ondervraagden met betrekking tot hun keuze van een assurantietussenpersoon aan dat de uitspraak 'hij/ zij is mij door anderen (familie/vrienden/kennissen) aanbevolen' geheel of grotendeels juist is.²⁷ Uit bovengenoemde onderzoeken van de FSA in Groot-Brittannië blijkt ook dat bijna driekwart van de consumenten dat gebruik maakt van een financieel adviseur uitsluitend één adviseur benadert. Slechts een minderheid gaat *shoppen* voor financieel advies.

Ook uit recent onderzoek door de OESO blijkt dat consumenten sterk vertrouwen op de relatie die zij hebben met een assurantietussenpersoon.²⁸ Toegankelijkheid, bereikbaarheid en reputatie worden in dit onderzoek als belangrijkste redenen genoemd om voor een bepaalde tussenpersoon te kiezen. De meeste consumenten in OESO-landen (circa 60%) doen zaken met slechts één tussenpersoon. Ook uit dit onderzoek komt een beperkt zoek- en overstapgedrag naar voren.

In het rapport *Weggaan of blijven?*, dat de Consumentenbond in 2002 heeft opgesteld in opdracht van de Werkgroep MDW van het ministerie van Economische Zaken,²⁹ en in het eindrapport van de Werkgroep MDW zelf uit 2003 (*Kosten noch moeite*),³⁰ blijkt dat consumenten aangeven niet over te stappen naar een andere aanbieder van financiële diensten vanwege de nadelige financiële consequenties van de overstap (86%) en omdat zij dat als te veel gedoe (68%) en als een tijdrovend proces (64%) ervaren. Daarnaast denken consumenten weinig voordeel uit een overstap te kunnen behalen. Uit deze onderzoeken blijkt bovendien dat consumenten aspecten als kwaliteit, service en aanbod van de financiële dienstverlener belangrijker vinden dan de prijs.

Conclusie invloed verzekeraars en consumenten

De transparantie met betrekking tot de onafhankelijkheid van het advies en de prijs die de consument hiervoor betaalt, is beperkt. In het algemeen is het voor de consument onduidelijk in welke mate een bepaalde tussenpersoon is gebonden aan een verzekeraar als gevolg van deelnemingen, financieringen of productieverplichtingen.

Daarnaast weet een consument meestal niet hoeveel de tussenpersoon betaald krijgt voor zijn diensten en voor welke verzekeraars de tussenpersoon een agentschap uitoefent. Omdat de consument zelf geen inzicht heeft in de verschillende producten en deze niet kan vergelijken, komt hij er niet zo snel achter dat hij niet het voor hem optimale product geadviseerd heeft gekregen. De vraag werpt zich overigens op of veel consumenten zich hier druk over maken, of dat men het veelal prima vindt om 'blind te varen' op de adviezen van de tussenpersoon.

Zoals hiervoor is geschetst, lijken de prikkels die van verzekeraars uitgaan daarentegen sterk en effectief. De zwakke prikkels van consumenten en de sterke, effectieve prikkels van verzekeraars kunnen als gevolg hebben dat er geen sprake is van een optimaal werkende markt. Dit kan leiden tot commission-biaseffecten.³¹

Het commission-biaseffect is onlangs voor hypothecaire kredietverlening door onderzoeksbureau ECORYS-NEI in opdracht van het ministerie van Financiën onderzocht. De conclusie van het rapport luidt dat de provisiestructuur voor tussenpersonen 'perverse' prikkels oplevert om niet in het belang van de consument te adviseren. Op basis van een enquête die is uitgevoerd onder ruim 400 respondenten, concludeert ECORYS-NEI dat er zowel in de productkeuze als in de prijs sprake lijkt te zijn van commission bias.³² De MFS voert momenteel samen met het CPB een onderzoek uit naar de aanwezigheid van commission-biaseffecten in de markt voor levensverzekeringen.

2.4 Mededingingsrechtelijk risico

Deze paragraaf analyseert hoe waarschijnlijk overtredingen van het kartelverbod (artikel 6 van de Mededingingswet) binnen het intermediaire distributiekanaal zijn.³³ Om succesvol een kartel te vormen, is een eerste vereiste dat de betrokken partijen in staat zijn afspraken te maken. Daarnaast moeten eventuele afspraken winstgevend zijn. Alleen ingeval van toetredingsbarrières kan een mogelijk kartel winstgevend zijn. Een derde voorwaarde is dat de afspraken niet worden geschonden, met andere woorden dat het kartel stabiel is. Er is sprake van een stabiel kartel als de prikkels om van de afspraak af te wijken gering zijn, de pakkans (de mogelijkheid afwijkend gedrag te detecteren) klein is en de mogelijkheid afwijkend gedrag te straffen aanwezig is.³⁴ Of aan deze voorwaarden is voldaan, wordt bepaald aan de hand van de volgende, voor de tussenpersonenmarkt relevante, factoren: toetredingsbarrières, organisatiegraad, samenwerkingscultuur, aantal aanbieders, heterogeniteit en volatiliteit van de vraag.

Voor de winstgevendheid van eventuele afspraken tussen intermediairs onderling en tussen intermediairs en verzekeraars is het nodig dat toetreding tot het intermediaire distributiekanaal moeilijk is. Toetreding tot het intermediaire distributiekanaal is echter op dit moment eenvoudig. De investeringen die nodig zijn om een intermediairbedrijf te beginnen zijn beperkt, kleine tussenpersonen houden bijvoorbeeld vaak kantoor aan huis. Uit gesprekken met tussenpersonen blijkt daarnaast dat het niet moeilijk is met verzekeraars een samenwerkingsovereenkomst af te sluiten. Een kanttekening hierbij is dat de invoering van de Wet financiële dienstverlening de toetredingsbarrières zal verhogen als gevolg van hogere opleidings- en kwaliteitseisen.

De organisatiegraad binnen het intermediair is hoog te noemen. Circa 30% van alle tussenpersonen is lid van een branchevereniging. Gemeten naar omzet ligt dit percentage aanzienlijk hoger. Volgens ESI-VU geldt voor schade- en levensverzekeringen dat 44%, respectievelijk 49%, van de tussenpersonen op de één of andere manier (via brancheverenigingen of andere samenwerkingsverbanden) horizontaal georganiseerd is. Gemeten naar provisieomzet zou de organisatiegraad 96%, respectievelijk 89%, van de markt betreffen.³⁵ Daarbij zal als gevolg van de Wet financiële dienstverlening het aantal leden van de brancheverenigingen mogelijk toenemen. Deze factoren kunnen het maken van afspraken vergemakkelijken.

Intermediairs en verzekeraars hebben een geschiedenis van samenwerking. Tot 1999 werden de maximumprovisies voor schadeverzekeringen onderling door de verzekeraars afgestemd in de Commissie van Uitvoering Privaatrechtelijk Overleg (CUPO). Deze maximumprovisies werden vervolgens de feitelijke vergoedingen. In de CUPO hadden ook de brancheorganisaties van het intermediair zitting. In 2000 wees de NMa de CUPO erop dat deze afspraken in strijd waren met artikel 6 van de Mededingingswet. Een recente steekproef van de MFS onder de grotere verzekeraars heeft overigens uitgewezen dat de provisiepercentages zoals deze ooit zijn afgesproken binnen CUPO, voor de meeste schadeverzekeringen nog steeds branchebreed worden gehanteerd. Ook met betrekking tot andere onderwerpen oefenen de brancheverenigingen invloed uit op het gedrag van de verzekeraars. Zo is er enkele jaren geleden met AXA en AEGON gesproken over de plannen van deze verzekeraars om naast het intermediair nieuwe distributiekanaalen aan te boren.³⁶ Dit heeft er toe geleid dat deze verzekeraars hun plannen bijstelden. De organisatiegraad binnen de sector is dusdanig hoog dat eventuele afspraken met betrekking tot bijvoorbeeld een collectieve boycot van verzekeraars, marktverdeling of het al dan niet hanteren van retourprovisie kunnen leiden tot merkbare beperkingen van de mededinging.

Anderzijds lijkt het gezien het grote aantal intermediairs niet eenvoudig om marktbreed onderlinge afspraken te maken. Bovendien verschillen assurantietussenpersonen onderling aanzienlijk in specialisme, aantallen personeelsleden, kosten van huisvesting en investeringen in backoffice-faciliteiten. De kostenstructuur is dus erg heterogeen, hetgeen het maken van prijsafspraken bemoeilijkt.

Wanneer de vraag naar een product sterk fluctueert, wordt het lastiger afwijkingen van een kartelafpraak op te sporen. Het marktaandeel van een onderneming kan wijzigen als gevolg van het schenden van afspraken, maar ook als gevolg van veranderingen van de totale vraag. De vraag naar schadeverzekeringen groeit gestaag, terwijl de vraag naar levenproducten de laatste jaren sterk fluctueert. Deze laatste ontwikkeling is vooral het gevolg van veranderingen in de (belasting)wetgeving en de economische conjunctuur. Daarnaast leidt ook het grote aantal tussenpersonen er toe dat de kans om een afwijking van een eventuele afspraak te detecteren beperkt is.

Op basis van het voorgaande kan voorzichtig worden geconcludeerd dat er binnen het intermediaire distributiekanaal een beperkt tot matig risico is op overtreding van het kartelverbod van de Mededingingswet. Het aantal bedrijven is groot, de toetredingsbarrières laag, de vraag is veranderlijk, en de kosten en de marktaandelen zijn heterogeen. Anderzijds vormen de hoge organisatiegraad en de samenwerkingscultuur wel risicofactoren.

2.5 Conclusie

Het risico van overtredingen van het kartelverbod van de Mededingingswet binnen het intermediaire distributiekanaal lijkt niet erg hoog. Dit neemt niet weg dat er reële risico's bestaan op onvoldoende concurrentie in de zin van inefficiënte marktuitkomsten. Dit is het gevolg van de sterke prikkels die verzekeraars aan tussenpersonen geven in de vorm van bonussen, financieringen en productieverplichtingen, het sturende effect van de beloningsstructuur, gecombineerd met onvoldoende prikkels vanuit de consument. Het gebrekkige zoek- en switchgedrag van de consument is waarschijnlijk mede het gevolg van de intransparante informatie over beloning van tussenpersonen en banden met verzekeraars. Door het uitbrengen van een consultatiedocument en het samen met het CPB uitvoeren van een onderzoek naar commission-bias effecten wil de NMa nader inzicht verwerven in de werking van de markt voor assurantiebemiddeling en -advisering.

3 Vraag- en aanbodsubstitutie in schadeverzekeringsmarkten

3.1 Inleiding

In het mededingingstoezicht worden gedragingen en marktposities van ondernemingen gerelateerd aan de desbetreffende relevante markt. De afbakening van de relevante productmarkt heeft daarom een belangrijke plaats in het mededingingstoezicht.¹ Indicatoren die de toezichthouder in analyses vaak gebruikt, zoals marktaandelen, substitutie- en toetredingsmogelijkheden, veronderstellen immers een bepaalde marktdefinitie die als uitgangspunt wordt gehanteerd. In de *Monitor financiële sector 2003* is in een verkennend onderzoek naar de schadeverzekeringsmarkt aangegeven dat er binnen deze markt verschillende segmenten te onderscheiden zijn. Voor verschillende van deze segmenten luidt de conclusie dat de concentratiegraad hoog is,² waarbij wordt opgemerkt dat nader onderzoek moet uitwijzen welke segmenten als afzonderlijke markt, in mededingingsrechtelijke zin, kunnen worden aangemerkt.

In de *Bekendmaking inzake de bepaling van de relevante markt voor het gemeenschappelijke mededingingsrecht*³ geeft de Europese Commissie aan dat ondernemingen zijn onderworpen aan drie belangrijke bronnen van 'concurrentiedwang': substitueerbaarheid aan de vraagzijde, substitueerbaarheid aan de aanbodzijde en potentiële concurrentie. Vraagsubstitutie wordt door de Commissie als de meest direct disciplinerende factor gezien. Aanbodsubstitutie is in vergelijking met vraagsubstitutie in het algemeen minder direct en een beoordeling van de concurrentiedruk die daarvan uitgaat, vergt dan ook vaak onderzoek van bijkomende factoren.⁴

Het afbakenen van relevante markten is onder meer gebaseerd op vraag- en aanbodsubstitutie.⁵ Een relevante markt wordt gekenmerkt door een geringe mate van substitutiemogelijkheden aan de vraag- en aanbodkant. Wanneer het immers aannemelijk is dat voldoende klanten, bijvoorbeeld geprikkeld door een prijsverhoging, zullen overstappen op andere producten of andere aanbieders, moeten deze substituten tot de relevante markt worden gerekend.

Op basis van argumenten van vraag- en aanbodssubstitutie is binnen de markt voor schadeverzekeringen gezocht naar mogelijk te onderscheiden relevante markten. De analyse is gericht op twee markten die in de *Monitor financiële sector 2003* zijn aangemerkt als potentiële nichemarkten met een hoge concentratiegraad: de markt voor rechtsbijstandsverzekeringen en de markt voor kredietverzekeringen.

3.2 De Europese beschikkingenpraktijk

De Europese Commissie heeft recentelijk een uitspraak gedaan in een zaak die speelde in de luchtvaartschadeverzekeringsector (zie onderstaand kader). In haar motivering heeft zij uiteengezet hoe zij de begrippen vraag- en aanbodssubstitutie hanteert bij het afbakenen van een relevante markt in het geval van verzekeringsproducten. Volgens de redenering van de Commissie leidt een afbakening van de relevante markt binnen het schadeverzekeringsbedrijf op basis van vraagsubstitutie tot een nauwe marktafbakening. Vraagsubstitutie tussen verzekeringsproducten die verschillende soorten risico dekken is gering (een inboedelverzekering is geen substituuat voor een autoschadeverzekering). Wordt echter aanbodssubstitutie bij de marktafbakening betrokken, dan kan onder bepaalde voorwaarden de relevante markt ruimer zijn.

Casus luchtvaartverzekeringen

In de zaak Berkshire Hathaway – Converium – GAUM J⁶ gaat het om de gezamenlijke zeggenschap die Berkshire Hathaway Group, een Amerikaanse onderneming, en Converium AG, een Zwitserse onderneming, kunnen krijgen over het Britse Global Aerospace Underwriting Managers Limited (GAUM). Alledrie de ondernemingen zijn actief als aanbieder van schadeverzekeringproducten en in het bijzonder van verzekeringen voor de luchtvaartsector.

Vraagsubstitutie

In haar beschikking geeft de Commissie aan dat verzekeringen en herverzekeringen van elkaar te onderscheiden (relevante) productmarkten vormen. Hetzelfde geldt voor schade- en levensverzekeringen.⁷ Vervolgens geeft de Commissie aan dat schadeverzekeringen vanuit de vraagzijde van de markt nader kunnen worden onderverdeeld naar de aard van het te verzekeren risico. De karakteristieken, premies en doelen verschillen immers en er is voor de consument geen alternatief om het specifieke risico te verzekeren, anders dan door een specifieke schadeverzekering. Geredeneerd vanuit de vraagzijde moet er dus voor elke risicovorm waarvoor een aparte schadeverzekering

bestaat een aparte (mededingingsrechtelijke) relevante markt worden afgebakend.

Aanbodsubstitutie

Onderzoek van de Commissie heeft evenwel uitgewezen dat vanuit een aanbodperspectief de voorwaarden voor verschillende schadeverzekeringen sterk overeenkomen en dat de meeste grote verzekeringsmaatschappijen actief zijn op het gebied van het verzekeren van meerdere schaderisico's. Deze uitkomst suggereert volgens de Commissie dat verschillende schadeverzekeringen tot dezelfde productmarkt behoren.

Het is mogelijk dat de luchtvaartverzekeringen nog nader zouden kunnen worden onderverdeeld in enkele relevante (sub)markten, die elk een specifiek risico dekken, zoals vliegtuigen, luchthavens, oorlog/terrorisme, satelliet/ruimtevaart, enzovoort. Op basis van substitutiemogelijkheden vanuit de vraagzijde zijn er geen alternatieven. Het onderzoek van de Commissie in deze zaak levert echter op dat respondenten aangeven dat er binnen de bredere categorie luchtvaarrisico's een hoge mate van aanbodssubstitutie bestaat.

Commissieoordeel

In deze zaak komt de Commissie uiteindelijk tot het oordeel dat de specifieke kenmerken als gevolg van het type risico en de grootte van het te verzekeren risico van een dermate bijzondere aard zijn dat luchtvaartverzekeringen als een aparte productmarkt moeten worden beschouwd.

Hoewel de Commissie in haar beschikking nadrukkelijk ingaat op de rol van vraag-respectievelijk aanbodssubstitutie, vermeldt zij niet expliciet hoe moet worden vastgesteld wanneer de aanbodssubstitutie in voldoende mate aanwezig is om van een grotere relevante markt te moeten uitgaan. Om deze vraag te kunnen beantwoorden, zal diepgaander moeten worden bekeken welke factoren van invloed zijn op de mogelijkheden van verzekeraars om hun aanbod te verplaatsen of uit te breiden naar een nieuw verzekeringsproduct.

Onderzoeksbureau NERA heeft enkele jaren geleden onderzoek gedaan naar de Nederlandse verzekeringsmarkt. In dit onderzoek wordt onder meer de waarschijnlijkheid van aanbodssubstitutie gekoppeld aan het al dan niet bestaan van een aantal specifieke drempels voor mogelijke alternatieve aanbieders van verzekeringen om toe te treden tot de markt. NERA noemt als meest relevant de volgende toetredingsdrempels:⁸

- 1 het verkrijgen van een vergunning;
- 2 het maken van risicoschattingen;
- 3 het verkrijgen van een geschikt distributiekanaal;
- 4 de mogelijkheden om omzet te genereren.

De rol die deze factoren spelen in het bepalen van de mate van aanbodsubstitutie is onderzocht aan de hand van de markten voor rechtsbijstandsverzekeringen en kredietverzekeringen.

3.3 Casus rechtsbijstandsverzekeringen

Hierna wordt ingegaan op de concentratiezaak DAS Rechtsbijstand – LAR Rechtsbijstand.⁹ Beide ondernemingen zijn actief op het gebied van het aanbieden van rechtsbijstandsverzekeringen.

Product- en marktbeschrijving

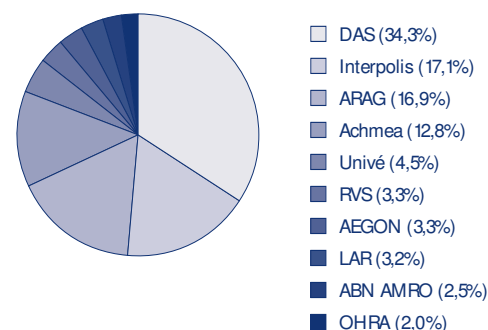
Het doel van een rechtsbijstandsverzekering is het verlenen van rechtshulp.¹⁰ Rechtshulp kan variëren van het geven van een juridisch advies tot en met het voeren van een rechtszaak, waarbij advocaten en andere deskundigen worden ingezet. De rechtsbijstandsverzekering biedt (doorgaans) geen vergoeding in geld, maar in natura. Er zijn verschillende vormen (gezinsrechtsbijstandsverzekering, motorrijtuigbijstandsverzekering,¹¹ rechtsbijstandsverzekering voor beroepen en bedrijven), die zijn afgestemd op de doelgroep waarvoor zij zijn bestemd.

Relevante regelingen voor rechtsbijstandsverzekeringen worden aangetroffen in de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993. Rechtsbijstandsverzekeringen vormen binnen die wet een branche (onderdeel) van het schadeverzekeringsbedrijf. De branche rechtsbijstand wordt als volgt omschreven: “verleende diensten en gemaakte kosten in het bijzonder met het oog op verhaal van door een verzekerde geleden schade en diens verdediging of vertegenwoordiging, zowel in als buiten rechte (met uitzondering van de werkzaamheden ter verdediging of vertegenwoordiging van een verzekerde die een verzekeraar krachtens een overeenkomst van aansprakelijkheidsverzekering mede in zijn eigen belang verricht)”.¹² De branche rechtsbijstand kent de volgende twee activiteiten: het aanbieden van schadeverzekeringen en juridische dienstverlening ten behoeve van verzekerden. De hierna volgende analyse blijft beperkt tot het verzekeringsdeel.

De aanbieders van rechtsbijstandsverzekeringen zijn in twee groepen onder te verdelen. Er zijn rechtsbijstandsverzekeraars met slechts één vergunning, de zogeheten

monobrancheverzekeraars. Daarnaast zijn er niet-gespecialiseerde multibrancheverzekeraars. Er is één zeer grote speler, DAS Rechtsbijstand (een monobrancheverzekeraar), gevolgd door ARAG (mono), Interpolis (multi) en Achmea (multi). In figuur 3.1 zijn de relatieve posities van de tien grootste spelers op het gebied van rechtsbijstandsverzekeringen weergegeven.

Figuur 3.1 Marktaandelen rechtsbijstandsverzekeraars



Bron: AM Jaarboek 2003/2004

Vraag- en aanbodfactoren

Het ging in de zaak DAS Rechtsbijstand – LAR Rechtsbijstand om een overname door DAS van de Nederlandse activiteiten van LAR, een relatief kleine (mono)rechtsbijstandsverzekeraar. DAS zou met de moeder van LAR Nederland, de Franse verzekeraar Les Assurés Réunis, een overeenkomst sluiten ten behoeve van de verkoop en levering van alle activa en passiva van LAR aan eerstgenoemde.

Het onderzoek van de NMa in de zaak DAS Rechtsbijstand – LAR Rechtsbijstand concentreerde zich op de vraag of rechtsbijstandsverzekeringen als aparte relevante markt moesten worden gezien, of dat deze verzekeringen deel uitmaakten van een ruimere productmarkt. Daartoe moest antwoord worden gegeven op de vraag in welke mate niet-gespecialiseerde multibrancheverzekeraars, die reeds actief waren op het gebied van andere schadeverzekeringsgebieden dan rechtsbijstand, concurreerden met de aanwezige rechtsbijstandsverzekeraars. De vraag luidde: in hoeverre en op welke termijn is het voor een multibrancheverzekeraar mogelijk actief te worden als rechtsbijstandsverzekeraar? In essentie was dit een vraag naar de mogelijkheden van

aanbodsubstitutie, of anders geformuleerd, naar het bestaan van mogelijke drempels die aanbodsubstitutie bemoeilijkten.

Het onderzoek in deze zaak leverde de volgende bevindingen op:

- Het verkrijgen van een vergunning brengt geen noemenswaardige investeringen met zich mee. Weliswaar is het voor een schadeverzekeraar ter verkrijging van de vergunning noodzakelijk dat de schadeafhandeling van de rechtsbijstandsverzekeringen gescheiden wordt van het verzekeringsbedrijf, maar in de praktijk blijken hiervoor goed en relatief snel werkende oplossingen te bestaan.¹³
- Het bij rechtsbijstandsverzekeringen te verzekeren risico kenmerkt zich niet door een bijzondere aard. De kennis die nodig is voor het inschatten van risico's ten behoeve van rechtsbijstandsverzekeringen is grotendeels dezelfde is als de kennis die benodigd is voor het aanbieden van andere schadeverzekeringen.
- Schadeverzekeraars beschikken reeds over een grote mate van naamsbekendheid en kunnen gebruikmaken van dezelfde distributiekkanalen als voor andere schadeverzekeringen die zij reeds aanbieden.
- Veel schadeverzekeraars bieden de mogelijkheid rechtsbijstandsverzekeringen samen met verschillende andere verzekeringen in één pakket aan te schaffen, waarbij pakketkortingen worden aangeboden. De laatste jaren wordt een toenemend aantal rechtsbijstandsverzekeringen afgesloten. De mogelijkheden voor schadeverzekeraars om omzet te genereren op het gebied van rechtsbijstandsverzekeringen zijn derhalve in ruime mate aanwezig. Vele schadeverzekeraars zijn dan ook reeds actief op het gebied van rechtsbijstandsverzekeringen.

Op grond van deze factoren concludeerde de NMa dat er nauwelijks sprake is van drempels voor Nederlandse schadeverzekeraars om ook actief te worden op het gebied van rechtsbijstandsverzekeringen. Rechtsbijstandsverzekeringen vormen in deze optiek derhalve geen aparte relevante productmarkt. De relevante markt bestaat uit meerdere typen schadeverzekeringen.¹⁴

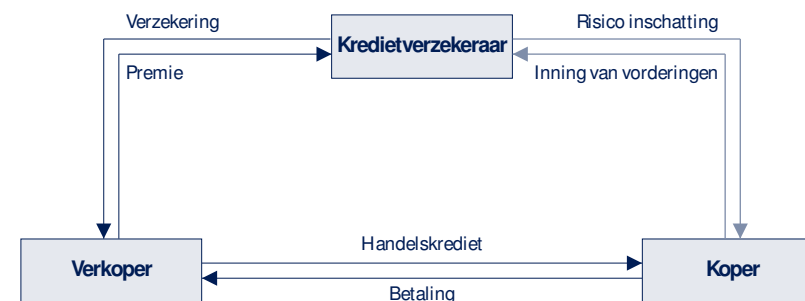
3.4 Casus kredietverzekeringen

Product- en marktbeschrijving

In zakelijke markten is het gebruikelijk dat er bij goederen- of dienstentransacties een tijdsverschil bestaat tussen het moment van levering en het moment van betaling. Het risico dat de afnemer een afgesproken betaling niet of niet op tijd kan nakomen – het kredietrisico – is door ondernemingen af te dekken door middel van een kredietverzekering. Een kredietverzekering kan worden gedefinieerd als “een verzekering die dekking geeft voor het betalingsrisico dat een onderneming loopt ten gevolge van insolventie of lange uitgestelde betaling van haar binnenlandse en/ of buitenlandse afnemers”.¹⁵

In figuur 3.2 is schematisch de werking van een kredietverzekering weergegeven. De verkoper verkoopt zijn product en/of dienst aan de koper en verlangt betaling na een bepaalde termijn (handelskrediet). Op basis van een inschatting van het kredietrisico van deze koper bepaalt de verzekeraar de premie en de maximale kredietlimiet die verzekerd is. Bij exportkredietverzekeringen weerspiegelt de premie ook het politieke risico van het land waar de koper is gevestigd. Vaak worden aan het verstrekken van de verzekering ook incassodiensten gekoppeld.

Figuur 3.2 De werking van een kredietverzekering



Exportkredietverzekeringen

Bij levering aan buitenlandse afnemers speelt behalve het commerciële risico ook nog het politieke risico van het land van de afnemer een rol. Door politieke handelingen, zoals nationalisering van delen van de economie, ontstaat eveneens het risico dat de vordering niet kan worden verhaald. Voor exportkredietverzekeringen is Atradius (de vroegere Nederlandsche Credietverzekerings Maatschappij, NCM) de enige Nederlandse kredietverzekeraar die de mogelijkheid heeft om te herverzekeren bij de staat. Welke risico's voor rekening van Atradius zijn en welke risico's kunnen worden herverzekerd bij de staat is vastgelegd in een overeenkomst tussen de staat en Atradius. Het gaat daarbij uitsluitend om ééntransactiezaken van Nederlandse exporteurs (meestal kapitaalgoederen of aannemingswerken). Daarbij is een differentiatie aangebracht in drie categorieën landen, te weten de rijke landen, de betere opkomende markten en de overige landen. Achterliggende gedachte is dat de staat alleen die risico's voor haar rekening neemt die in de commerciële herverzekeringmarkt niet kunnen worden afgedekt.

Het kredietrisico wordt voor een belangrijk gedeelte bepaald door bedrijfsspecifieke risico's van de handelspartner, zoals bijvoorbeeld het betalingsgedrag in het verleden en de solvabiliteit.¹⁶

Begin jaren dertig van de vorige eeuw ontstond het samenwerkingsverband tussen de NCM en de Nederlandse staat. Gedurende een periode van bijna zeventig jaar was NCM de enige (export)kredietverzekeraar in Nederland. Door nieuwe regelgeving en toetreders veranderde deze situatie in de jaren negentig. Euler Cobac en Gerling Namur waren de eerste nieuwe toetreders op de markt. Gothaer volgde daarop snel. De laatste nieuwe toetreder was Coface in 1998, toen nog onder de naam Allgemeine Kredit Nederland (AKV).

Eind 2001 voegden de NCM en de kredietverzekeringstak van Gerling hun Europese activiteiten samen. De Europese Commissie stelde als voorwaarde voor het tot stand brengen van deze concentratie dat de nationale portefeuilles van Gerling Namur in Nederland en Denemarken zouden worden afgestoten. Het nieuwe bedrijf Gerling NCM werd begin 2004 omgedoopt tot Atradius. Het afgestoten Gerling Namur NL ging vanaf 2002 samen met Gothaer en AKV verder onder de naam Coface Nederland. In 2003 ten slotte, werd de naam Euler Cobac gewijzigd in Euler Hermes. De toetreding van Euler Hermes en Coface op de Nederlandse markt voor kredietverzekeringen heeft tot een herverdeling van marktaandelen geleid. Atradius heeft momenteel op de Nederlandse

markt naar premie-inkomsten gemeten een marktaandeel van 65% gevolgd door Euler Hermes (20%) en Coface Nederland (15%) (zie tabel 3.1).¹⁷

Tabel 3.1 Marktaandelen van partijen op de Nederlandse markt voor kredietverzekeringen

	1997	2000	2001	2002	2003
Atradius	90 – 95%	80 – 85%	65 – 70%	65 – 70%	60 – 65%
Euler Hermes	5 – 10%	15 – 20%	15 – 20%	15 – 20%	20 – 25%
Coface Nederland	–	0 – 5%	10 – 15%	10 – 15%	15 – 20%
Totale marktomvang (EUR 1 mln)	170 – 175	180 – 185	220 – 225	190 – 200	200 – 210

Bronnen: gegevens voor de jaren 1997-2000 op basis van M.2602: Gerling – NCM; gegevens over de jaren 2001-2003 op basis van R. van de Laar, 'Het is examentijd voor de kredietverzekeraars', Assurantie Magazine, 1 november 2002, en op basis van jaarverslagen van partijen.

Vraagsubstitutie

Een onderneming heeft verschillende keuzemogelijkheden om het risico dat haar debiteuren niet betalen, te managen. Alternatieven die in voldoende mate in dezelfde behoefte voorzien, moeten vanuit het oogpunt van vraagsubstitutie tot dezelfde relevante markt worden gerekend. Hierna wordt een aantal mogelijke alternatieven beschreven.

Eigenrisicobeheer

Allereerst bestaat de mogelijkheid dat de onderneming zelf het risico draagt. Veel ondernemingen doen als onderdeel van *credit management* zelf aan risicomangement. De aanbieders van kredietverzekeringen beschouwen het eigenrisicobeheer nog altijd als het belangrijkste alternatief voor het afsluiten van een kredietverzekering.

Kredietbrieven, bankgaranties en factoring

Naast de mogelijkheid voor ondernemingen om zelf het risico te dragen zijn er verschillende financiële producten die banken aanbieden en die (mede) als kenmerk hebben dat ze het risico van niet-betalen verlagen. Voorbeelden van dergelijke producten zijn kredietbrieven, bankgaranties en factoring.

Een kredietbrief is een schriftelijke garantie van een bank om, namens een koper, aan een verkoper een bepaalde som geld te betalen na overlegging van documenten waaruit de levering van gespecificeerde goederen blijkt. De documenten dienen te voldoen aan

de voorwaarden en bepalingen van de kredietbrief en dienen binnen een gespecificeerde termijn en op een gespecificeerde plaats te worden overhandigd. Een kredietbrief wordt meestal (op verzoek van de verkoper) afgegeven voor een individuele transactie.

Een bankgarantie is een belofte van een bank om de verplichtingen van een onderneming na te komen indien zij deze zelf niet nakomt. De verkopende partij bedingt een bankgarantie, de koper moet deze vervolgens afsluiten. In het geval van export bevindt de bank die de garantie afgeeft zich meestal in het land van de koper. Een bankgarantie geeft daarmee geen dekking voor het landenrisico, maar slechts voor het commerciële risico. Bankgaranties worden meestal afgegeven voor één bepaalde transactie.

Factoring is het tegen een korting verkopen van vorderingen aan een factor, die op eigen risico de vordering zal innen uit naam van de crediteur. Bij factoring is het gebruikelijk een contract te sluiten op basis van de gehele omzet en niet op basis van individuele contracten. De debiteurenportefeuille wordt als het ware verkocht tegen de waarde van de openstaande vorderingen minus een afslag voor administratiekosten en het risico van oninbaarheid. Daarmee is factoring een continu proces tussen de factor en de exporteur. Factoring wordt bovenal gezien als financieringsinstrument, waarmee de kaspositie positief kan worden beïnvloed. Factors gebruiken vaak zelf weer een kredietverzekering om het betalingsrisico van hun portefeuille af te dekken.

In tegenstelling tot de hiervoor beschreven producten is een kredietverzekering gebaseerd op risico-pooling. Door het samennemen van een groot aantal risico's zijn bepaalde risico's die op zichzelf onverzekerbaar (te duur) zijn, nu wel af te dekken. De kredietbrief en de bankgarantie zijn, in tegenstelling tot de kredietverzekering, vooral gericht op het afdekken van het betalingsrisico van één transactie. Een ander onderscheid met kredietverzekeringen is het feit dat bij de standaard kredietbrief en de bankgarantie, het doorgaans de koper is die transactiekosten maakt.

Uit de voorgaande beschouwing blijkt dat er geen gelijksoortige alternatieven zijn voor een kredietverzekering. Een beknopte analyse van de vraagsubstitutie wijst uit dat er geen reden is uit te gaan van een ruimere markt dan de markt voor kredietverzekeringen.

Aanbodsubstitutie

De waarschijnlijkheid van aanbodsubstitutie hangt af van de drempels die mogelijke alternatieve aanbieders (zoals grote verzekeraars en banken) ondervinden. De bestudering van deze mogelijke drempels in het geval van de markt voor kredietverzekeringen levert de volgende inzichten op:

- Om kredietverzekeringen te kunnen aanbieden, is weliswaar een vergunning vereist, maar voor bestaande schadeverzekeraars brengt het verkrijgen hiervan geen noemenswaardige investeringen met zich mee.
- Het belangrijkste distributiekanaal in Nederland voor kredietverzekeringen zijn de banken. Daarnaast zijn er enkele grote professionele tussenpersonen actief en vele kleinere intermediairs. De meeste banken en de grote makelaars bieden kredietverzekeringen aan van verschillende aanbieders. Bovendien is het aannemelijk dat grote verzekeraars hun eigen, bestaande distributienetwerk kunnen gebruiken wanneer zij zouden overgaan tot het aanbieden van kredietverzekeringen.
- De mogelijkheid tot het behalen van omzet lijkt in beperkte mate aanwezig. De penetratiegraad van kredietverzekeringen in Nederland behoort samen met die in Spanje en Duitsland tot de hoogste in Europa.¹⁸ Verschuivingen in de markt-aandelen worden vooral veroorzaakt door het overstappen van ondernemingen naar een andere kredietverzekeraar. Door de stagnering van de economische groei in Nederland beseffen Nederlandse ondernemingen de risico's van handelskredieten beter, maar een substantiële groei van de totale markt (geïncasseerde premies) is niet waarneembaar.
- De noodzaak van een uitgebreide informatiebron (database) voor het inschatten van de kredietrisico's voor een zeer groot aantal ondernemingen vormt een belangrijke drempel voor het aanbieden van kredietverzekeringen. Het aanleggen en onderhouden van een dergelijk databestand vraagt een hoge mate van specialistische kennis en is zeer tijdsintensief. Aanbodsubstitutie is in het licht van deze drempel moeilijk.

Informatiebronnen kredietverzekeraars

Op basis van welke gegevens maken kredietverzekeraars een inschatting van een bepaald betalingsrisico? Hun informatie bestaat uit ten eerste specifieke (bedrijfs)informatie over de afnemer, zoals zijn betalingsgedrag, kredietwaardigheid en financiële structuur, ten tweede vertrouwelijke informatie afkomstig van de debiteur, en ten derde 'zachtere' informatie over bijvoorbeeld de strategie van de onderneming en ontwikkelingen in de desbetreffende markt. De hoeveelheid gegevens van

ondernemingen die up-to-date moet worden gehouden is zeer groot. Voor veel verzekeringsproducten geldt dat dergelijke databestanden worden aangelegd met behulp van gegevens die worden verstrekt door een grote groep verzekeraars. Op basis daarvan kan een schadeverzekeraar een goede inschatting maken van de uitkeringen die hij aan zijn verzekeringnemers zal moeten doen en kan hij tot een bepaalde premiestelling komen. Bij kredietverzekeringen is dat anders, omdat de risicoschatting niet alleen plaatsvindt aan de hand van algemene ervaringsgegevens, maar tevens aan de hand van vertrouwelijke gegevens en een inschatting van toekomstige ontwikkelingen. Bij kredietverzekeringen is het gebruikelijk dat iedere verzekeraar zijn eigen databestand aanlegt en bijhoudt.¹⁹

Lange aanlooptijd

Een kredietverzekeraar kan slechts over bovengenoemde informatie beschikken door deze door middel van ervaring en expertise op te bouwen en bij te houden. De ontwikkeling van een dergelijke database voor kredietverzekeringen is zeer tijdrovend en kan gemakkelijk acht tot tien jaar in beslag nemen.²⁰

Conclusie

Uit het voorgaande volgt dat risico-inschatting bij kredietverzekeringen in zijn algemeenheid complexer is dan bij andere schadeverzekeringen en dat het voor een individuele verzekeraar bovendien veel investeringen zal vergen om tot een adequate risico-inschatting te komen.

Aanbodsubstitutie geeft in deze casus geen aanleiding om uit te gaan van een ruimere markt dan de markt voor kredietverzekeringen.

Conclusie kredietverzekeringen

Zowel vraag- als aanbodsubstitutie wijzen in deze casus in de richting van een relevante markt voor kredietverzekeringen. Dit levert het beeld op van een geconcentreerde markt, met drie grote aanbieders. De Herfindahl-Hirschmann Index (HHI) bedraagt meer dan 4200.²¹ Een dergelijke concentratiegraad wijst in beginsel voor mededingingsautoriteiten op een verhoogd risico. Het beeld van een hoogrisicomarkt wordt echter genuanceerd door de ontwikkelingen op deze markt in de afgelopen jaren. In de jaren negentig zijn Euler, Hermes en Coface toegetreden tot de Nederlandse markt. De toegenomen concurrentie heeft ertoe geleid dat marktleider Atradius marktaandeel aan Euler, Hermes en Coface heeft verloren. Deze ontwikkeling lijkt zich de afgelopen jaren te hebben voortgezet.

3.5 Conclusie

Vraagsubstitutie en aanbodsubstitutie zijn in principe beide van belang voor het afbakenen van een relevante markt. Voor verzekeringen wordt de rol van vraagsubstitutie echter beperkt door het gegeven dat de vrager alleen iets heeft aan een product dat past bij een specifieke verzekeringsbehoefte.²²

Het belang van aanbodsubstitutie in de marktabakening binnen de verzekeringsmarkt is hierdoor relatief groot. Dat kan ertoe leiden dat markten ruimer dienen te worden afgebakend dan het geval zou zijn wanneer uitsluitend wordt uitgegaan van vraagsubstitutie. Verzekeringsproducten die in verschillende behoeften voorzien, kunnen toch tot dezelfde mededingingsrechtelijke relevante markt worden gerekend, wanneer bestaande aanbieders van verzekeringen zonder noemenswaardige moeite hun productieproces kunnen aanpassen om ook deze verzekeringen aan te bieden. Dit is geïllustreerd aan de hand van een tweetal casestudies.

De Financiële Landkaart

De in dit hoofdstuk gepresenteerde analyses van de deelmarkten voor rechtsbijstandsverzekeringen en kredietverzekeringen vormen het begin van een breder MFS-project, de Financiële Landkaart. Uitgaande van de hoofdindeling van de financiële sector in banken, verzekeringen en effecten, bekijkt de MFS welke deelmarkten er te onderscheiden zijn en in hoeverre deze verschillende deelmarkten als risicovol vanuit het perspectief van de mededinging moeten worden aangemerkt. De aandacht gaat daarbij uit naar structuurindicatoren, gedragingen van de aanbieders (bijvoorbeeld met betrekking tot prijszetting, productinnovatie en participatie in overlegstructuren) en vragers (bijvoorbeeld met betrekking tot overstapgedrag). Op basis van deze analyses zal de MFS de deelmarkten indelen in verschillende risicoklassen. Het gaat hierbij niet alleen om mogelijke overtredingen van artikel 6 van de Mededingingswet (kartelverbod) of artikel 24 van de Mededingingswet (verbod op misbruik van een machtspositie), maar ook om andere vormen van marktfaalen, bijvoorbeeld als gevolg van hoge overstapkosten voor afnemers of hoge toetredingsdrempels. De NMa zal de Financiële Landkaart gebruiken voor prioriteitstelling met betrekking tot diepgaandere marktanalyses en opsporingsonderzoek en ten behoeve van de toetsing van concentraties.

4 Concurrentie op aandelenmarkten

4.1 Inleiding

De MFS heeft in 2004 een onderzoek uitgevoerd naar de concurrentie op de Nederlandse aandelenmarkten. Het doel hiervan was om vast te stellen wat vanuit concurrentieperspectief de risicoprofielen zijn van de verschillende deelmarkten. In dit kader zijn Nederlandse aandelen gedefinieerd als aandelen van Nederlandse bedrijven die genoteerd zijn op Euronext Amsterdam. Een aanzienlijk deel van de aandelenhandel verloopt echter via andere kanalen dan de openbare en officieel erkende beursplatforms (zoals Euronext). Mede omdat de handel via de beurs een zeer belangrijk referentie punt is voor beleggers, is gekozen voor bovengenoemde afbakening van het onderzoek.¹ De MFS heeft in haar onderzoek circa twintig interviews met partijen uit de sector gehouden. Daarnaast is er uitgebreid desk research verricht en is informatie opgevraagd bij marktpartijen.

Enkele belangrijke marktontwikkelingen

De handel in aandelen neemt op de financiële markten een belangrijke plaats in. Dit is het gevolg van een aantal ontwikkelingen. Ten eerste heeft zich de afgelopen decennia een proces van 'disintermediatie' afgespeeld. Waar vanouds banken veruit de belangrijkste kapitaalverschaffers waren, speelt de effectenmarkt in toenemende mate een rol bij het samenbrengen van investeerders en partijen die kapitaal nodig hebben.² De handel in effecten is ook toegenomen door de groei van het aantal particuliere beleggers.³ Een andere oorzaak ligt in de toenemende integratie van financiële markten binnen de EU. Zo heeft de Europese Commissie in 1999 het *Financial Services Action Plan* aangenomen. Hiermee is een belangrijke stap gezet naar het creëren van één Europese kapitaalmarkt.⁴ De invoering van de euro is een belangrijke stap in deze richting geweest. Hierdoor is het valutarisico binnen de eurozone verdwenen, waardoor het aantal grensoverschrijdende aandelentransacties is toegenomen. Ten slotte heeft de nadruk die vanuit (inter)nationale regelgeving wordt gelegd op steeds geavanceerder risicomanagement door banken en bedrijven, bijgedragen aan het toenemende belang van de aandelenmarkten.⁵ Het afdekken en beheersen van financiële risico's gebeurt immers voor een groot deel door middel van effecten,⁶ waaronder aandelen.⁷

Deze ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat de druk om efficiënt en goedkoop transacties af te handelen toeneemt, waardoor handelsplatforms, centrale tegenpartijen en clearing- en settlement-organisaties in toenemende mate integreren of fuseren.⁸ Zo fuseerden de beurzen van Amsterdam, Parijs en Brussel in september 2000 tot

Euronext NV. Begin 2002 nam Euronext de London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) over, gevolgd door de Portugese beurs, de Bolsa de Valores de Lisboa e Porto. De fusie tussen Euroclear en CREST (september 2002) was een stap op weg naar een verdere integratie van settlementsystemen.⁹ De fusie tussen Clearnet en London Clearing House (december 2003) heeft geleid tot de totstandkoming van Europa's grootste clearinghuis, LCH.Clearnet Group.¹⁰ Daarnaast concurreren beursplatforms steeds heviger om een deel van de markt. Deutsche Börse onderhoudt bijvoorbeeld vanaf november 2003 een handelsplatform in alle Nederlandse AEX-aandelen.¹¹ De London Stock Exchange is in mei 2004 eveneens actief geworden in de handel in Nederlandse aandelen.¹²

Uit verschillende onderzoeken blijkt dat de kosten van grensoverschrijdende transacties binnen Europa aanzienlijk hoger zijn dan zowel de kosten van vergelijkbare transacties tussen de Verenigde Staten en de EU, als de kosten van transacties die binnen de Amerikaanse landsgrenzen blijven.¹³ De hogere kosten worden voornamelijk veroorzaakt door verschillen in juridische en fiscale regelgeving. Daarnaast leidt het gebruik van verschillende handelssystemen tot hogere administratieve kosten.¹⁴ In dat licht wordt momenteel de regelgeving binnen de EU op het gebied van het kapitaalverkeer verder geharmoniseerd. De Giovannini-groep heeft in opdracht van de Europese Commissie een vijftiental belemmeringen bij grensoverschrijdende clearing en settlement in kaart gebracht.¹⁵ Deze belemmeringen zijn voor een groot deel het gevolg van historisch gegroeide nationale regels en gebruiken en van verschillende institutionele structuren. Het wegnemen van deze belemmeringen en de verdere integratie van overwegend nationale systemen zal moeten leiden tot aanmerkelijke efficiencywinsten. Bij voldoende concurrentie zullen deze efficiencywinsten zich naar verwachting vertalen in aanzienlijke kostenvoordelen voor de gebruikers.¹⁶ Datzelfde geldt voor harmonisering van de (nu veelal nog nationale) regelgeving ten aanzien van het effectenwezen. Door deze harmonisatieslag worden toetredingsdrempels tot markten verlaagd, hetgeen moet leiden tot een toename van de concurrentie en daardoor uiteindelijk ook tot kostenvoordelen voor de afnemers.

De beschreven concentratietrends en de inspanningen om tot een meer geïntegreerde Europese markt voor aandelen te komen, laten zien dat de concurrentie op de aandelenmarkten een grote dynamiek vertoont.

De opbouw van de rest van dit hoofdstuk is als volgt. Eerst wordt in vogelvlucht een beeld geschetst van de aandelenmarkt. Vervolgens wordt het analytisch kader besproken waarmee voor de verschillende deelmarkten een risicoschatting is gemaakt. Voor de onderscheiden deelmarkten wordt daarna aangegeven of deze als risicovol vanuit het perspectief van de mededinging moeten worden aangemerkt.

4.2 Het aandelenbedrijf in vogelvlucht

In figuur 4.1 zijn de actoren die een rol spelen bij de handel in aandelen en de door hen geleverde diensten schematisch weergegeven. Er is sprake van twee hoofdstromen: die van het handelen in aandelen en die van het uitgeven van aandelen. In beide gevallen vervult het handelsplatform een spilfunctie. De hierna volgende beschrijving van het proces dat wordt doorlopen bij de handel in aandelen is globaal van aard en heeft ten doel een algemeen beeld te schetsen van hoe de sector werkt.¹⁷

Figuur 4.1 *Betrokken partijen bij een aandelentransactie*



De beschreven deelmarkten zijn dienstenmarkten: de diensten die de diverse actoren aanbieden, faciliteren het verhandelen van aandelen.¹⁸ Bedrijven geven de aandelen uit (emissie) waarop beleggers kunnen inschrijven. Deze uitgevende instellingen doen veelal een beroep op investmentbanken om de emissie te begeleiden. Daarnaast wordt door de uitgevende instelling een notering aangevraagd bij een openbare, officieel erkende marktplaats (beursplatform). Dit maakt het mogelijk het aandeel op de beurs te verhandelen, hetgeen de aantrekkelijkheid van het aandeel vergroot. Een genoteerd aandeel krijgt een openbare, formeel vastgestelde prijs. Om voor een notering in

aanmerking te komen, dient een uitgevende instelling te voldoen aan diverse eisen, bijvoorbeeld op het gebied van informatieverstrekking en onderliggend kapitaal.

Aan de beleggingskant zijn zowel particuliere als professionele beleggers (zoals pensioenfondsen en verzekeraars) actief. Deze beleggers handelen veelal niet zelf op de beurs, maar geven hun orders door aan beurspartijen (brokers en dealers).¹⁹ Hieronder vallen algemene banken, effectenbanken en gespecialiseerde effectenhuizen. Brokers mogen alleen handelen voor derden. Dealers daarentegen mogen alleen voor eigen rekening handelen.²⁰ De dienst die brokers aanbieden is transactiebemiddeling.

Brokers voeren de orders van hun klanten uit op een handelsplatform (beurs). Handelsplatforms concurreren onderling om de gunsten van de brokers op lidmaatschapsvoorwaarden, tarieven, dienstverlening en liquiditeit.²¹ Van deze criteria is de laatste de belangrijkste, aangezien een goede liquiditeit via een lage *spread* (het verschil tussen de aan- en de verkoopkoers) tot lagere kosten leidt. Daarnaast zijn brokers tot op zekere hoogte gebonden aan een bepaalde beurs door aspecten als cultuur, taal, relaties, contracten en kennis van de (verschillen in) lokale regelgeving.²²

Aandelen kunnen ook buiten de beurs om worden verhandeld via *inhouse matching* en *over the counter*-handel (OTC). Inhouse matching van transacties is het intern afhandelen door banken van vooral retailtransacties (het koppelen van individuele koop- en verkooporders). In maart 2004 hebben de Europese Raad van de ministers van Financiën en het Europees Parlement een akkoord bereikt over de mogelijkheid dat banken de concurrentie kunnen aangaan met effectenbeurzen. Onder voorwaarden mogen commerciële banken de beursorders van hun klanten intern verwerken. Inhouse matching is met name een mogelijkheid voor de wat kleinere transacties. Voor grote aan- of verkooporders zal in de regel geen ‘tegenorder’ mogelijk zijn.²³ In de huidige situatie is inhouse matching binnen Europa alleen mogelijk in Groot-Brittannië.²⁴ In de toekomst zal dit overeenkomstig de Investment Services Directive (Richtlijn Beleggingsdiensten) dus ook toegestaan zijn in andere EU-lidstaten.²⁵ OTC-handel wordt veelal gefaciliteerd door Multilateral Trading Facilities (elektronische handelsplatformen) en vindt vooral plaats tussen grote, professionele partijen. Deze laatste kunnen niet altijd goed terecht op de beurs omdat zij bijvoorbeeld grotere transacties willen doen dan de beurs op dat moment aan kan. In Nederland bestaat overigens voor de particuliere orderstroom de zogeheten beursplicht, wat betekent dat deze orders niet buiten de beurs om verhandeld mogen worden.²⁶ Handel via de OTC-markt vormt volgens marktpartijen het belangrijkste gedeelte van de totale aandelenhandel.²⁷

De handel in aandelen via de OTC-markt, via inhouse matching en via een openbaar handelsplatform kunnen niet los van elkaar worden gezien wat betreft de prijsvorming. Echter, gelet op het feit dat deze drie handelsvormen een zeer uiteenlopende marktstructuur hebben waaraan verschillende processen ten grondslag liggen en omdat er in Nederland een beursplicht is voor de particuliere orderstroom, valt de handel in Nederlandse aandelen die via de OTC-markt dan wel via inhouse matching plaatsvindt buiten het bereik van dit onderzoek.

Clearing en settlement zijn afwikkelingsprocessen die plaatsvinden nadat de koper en de verkoper de aandelentransactie hebben afgesloten. Clearing is de formele vaststelling van de verplichtingen die voortvloeien uit aandelentransacties. Een clearinghuis saldeert hiertoe de transacties van een beursdag door te berekenen hoeveel aandelen elke handelende partij op grond van zijn transacties per saldo moet ontvangen of leveren en welk bedrag per saldo moet worden betaald of ontvangen.²⁸ Waar mogelijk worden wederzijdse schuldposities tegen elkaar weggestreept. Deze handeling heet *netting*.²⁹ Ook bewaakt het clearinghuis een aantal processen rond de afwikkeling van de transactie, zoals tijdigheid van de levering en eventuele garantiestellingen. Clearinghuizen kunnen daarnaast optreden als centrale tegenpartij, een zogeheten Central Counter Party (CCP). Clearing via een centrale tegenpartij omvat een garantiemechanisme. De CCP treedt dan op als verkoper tegenover een koper en als koper tegenover een verkoper. In dat geval neemt zij dus de formele verplichtingen van de handelspartijen over. Dit proces heet novatie. Novatie maakt anonimiteit van de handelspartijen mogelijk. Doordat de CCP hierbij ook de risico's van niet-levering op zich neemt, wordt het tegenpartijrisico aanzienlijk gereduceerd. Bovendien ligt hierdoor de verplichting om te ontvangen en te leveren vast.³⁰

De volgende stap is de settlement (afwikkeling) van de aandelentransactie. Dit proces, dat de overdracht van het eigendomsrecht van de aandelen en het uitvoeren van de daaraan verbonden betaling omvat, wordt grotendeels verzorgd door de Central Securities Depository (CSD) en de centrale bank in combinatie met de zogenoemde agentbanken. Wanneer een broker namens een belegger een transactie is aangegaan, ontvangt de betrokken agentbank de details van deze transactie, op basis waarvan geld en aandelen worden uitgewisseld met de agentbank van de tegenpartij van de belegger. Het afwickelen van de overdracht van het eigenaarschap van de aandelen gebeurt veelal via een (nationale) CSD.³¹ Als aangesloten instellingen bij een CSD treden in Nederland alleen kredietinstellingen op. De financiële afwikkeling verloopt sinds het einde van de jaren negentig voor een groot deel via de nationale centrale banken.³²

Na het afhandelen van de transactie begint de fase van bewaring, beheer en registratie. Omdat een belegger zich niet zelf kan aansluiten bij een CSD, besteedt hij de bewaarneming en het beheer van zijn aandelenportefeuille uit aan een *custodian*. Deze treedt op als bewaarbank of depotbank. Een custodian is ofwel direct aangesloten bij een CSD, dan wel via een correspondentbank (sub-custodian). De custodian faciliteert met deze aansluiting de eigendomsbewaring van de aandelenportefeuille van zijn klanten bij een CSD. Het overgrote deel van alle custodians heeft ook een deel van zijn capaciteit ingericht voor bewaarneming en beheer van door de belegger verworven buitenlandse stukken. In dat geval treedt een custodian op als een *global custodian*.³³ Een buitenlandse correspondentbank organiseert dan voor hem deze buitenlandbewaring.³⁴

Registratie van aandelentransacties op een centraal punt is ten slotte van belang om vast te stellen wie de eigenaar is van bepaalde aandelen en dus bijvoorbeeld dividend moet ontvangen en stemrecht heeft op de vergadering van aandeelhouders. Daarnaast is centrale registratie van belang bij fusies, splitsing en aandelenconversies.³⁵ Verder maakt een centrale registratie fysieke levering overbodig. Eigendomsoverdracht vindt immers plaats door een overboeking in de administratie van een CSD. Het gevolg hiervan is dat de eigenaar van centraal geregistreerde effecten altijd direct of indirect verbonden moet zijn met de CSD die deze registratie voert (de uitgevende CSD). In de Wet giraal effectenverkeer (Wge) wordt voorzien in een centraal instituut dat de centrale bewaring, beheer en administratie van effecten faciliteert. Euroclear Nederland is door de minister van Financiën aangewezen als de Nederlandse CSD.³⁶

4.3 Analytisch kader

Om vanuit concurrentieoptiek eventuele risico's te identificeren, heeft de MFS drie stappen doorlopen, die hierna aan de orde komen.

Stap 1: toetredingsbarrières

Nagegaan is of er toetredingsbarrières op de onderscheiden deelmarkten aanwezig zijn. Indien er geen sprake is van toetredingsbarrières op een bepaalde deelmarkt, dan is het waarschijnlijk dat daar geen (grote) concurrentieproblemen spelen. Toetreding verstoort immers kartels en holt dominante marktposities uit. Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen endogene en exogene toetredingsbarrières. Op exogene toetredingsbarrières heeft de op de markt reeds actieve onderneming geen invloed, endogene toetredingsbarrières daarentegen zijn drempels die door de onderneming zelf worden opgeworpen of versterkt. De volgende exogene toetredingsbarrières spelen

voor de aandelenmarkt mogelijk een rol: overstapkosten, wet- en regelgeving, schaal- en netwerkeffecten en verzonken kosten (kosten die men moet maken om tot een markt toe te treden en die niet ongedaan gemaakt kunnen worden bij het verlaten van de markt).³⁷ Een endogene toetredingsbarrière die mogelijk een rol speelt is de verticale integratie van de verschillende stadia in het proces van aandelenhandel. Van verticale integratie is sprake wanneer een aanbieder actief is op meerdere, in elkaars verlengde liggende markten of als er vaste (contractuele en/of operationele) relaties bestaan tussen verschillende aanbieders op in elkaars verlengde liggende markten. Indien in een bepaalde markt geen sprake is van barrières die een drempel opwerpen voor toetreding, wordt er (potentiële) concurrentiedruk uitgeoefend op de aanwezige marktpartijen. Vanuit concurrentieoptiek kan deze markt dan als een markt met een laag risico worden aangemerkt.

Stap 2: dominantie

Indien er inderdaad toetredingsbarrières zijn gesignaleerd, is nagegaan of er sprake is van een dominante speler. Is er sprake van een monopolist, dan heeft deze een dominante positie.³⁸ Ook als er meerdere partijen actief zijn op een markt, kan één onderneming een zodanig groot marktaandeel hebben dat er sprake is van een dominante positie van deze onderneming. De aanwezigheid van een dominante speler in een markt – in combinatie met het gegeven dat er sprake is van toetredingsbarrières – duidt erop dat deze speler marktmacht kan uitoefenen. Vanuit concurrentieoptiek dient een markt met deze kenmerken dan ook als een markt met een verhoogd risico getypeerd te worden.

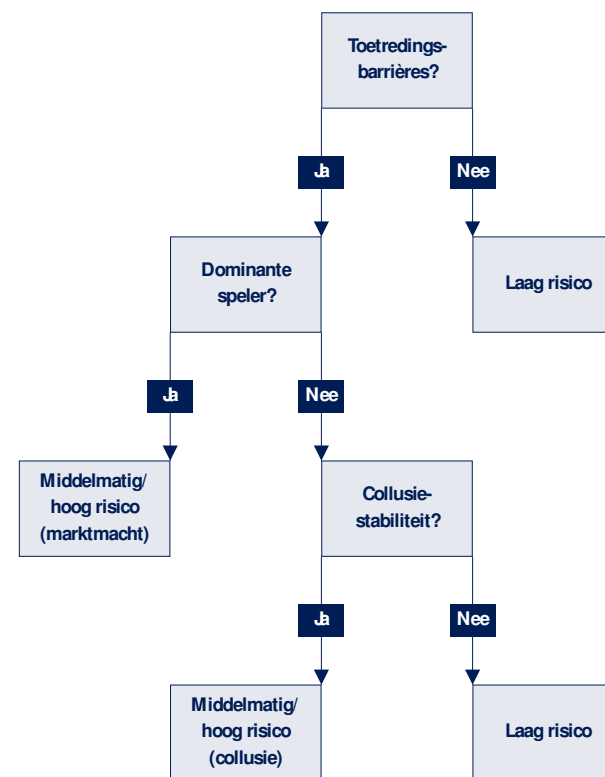
Stap 3: collusie

In het geval dat er wel sprake is van toetredingsbarrières, maar geen dominante speler op deze markt actief is, dient het risico van kartelvorming (collusie) beoordeeld te worden. Om succesvol een kartel te vormen, is een eerste vereiste dat de betrokken partijen in staat zijn afspraken te maken. Daarnaast moeten eventuele afspraken winstgevend zijn. Alleen ingeval van toetredingsbarrières kan een mogelijk kartel winstgevend zijn. Een derde voorwaarde is dat de afspraken niet worden geschonden, met andere woorden dat het kartel stabiel is. Er is sprake van een stabiel kartel als de prikkels om van de afspraak af te wijken gering zijn, de pakkans (de mogelijkheid afwijkend gedrag te detecteren) klein is en de mogelijkheid afwijkend gedrag te straffen aanwezig is. Of aan deze voorwaarden is voldaan, wordt bepaald aan de hand van de volgende, voor de aandelenmarkt relevante, factoren: de aanwezigheid van de bedrijven op meerdere markten (*multimarket*-contacten), de homogeniteit van de kosten, de aanwezigheid van inkoopmacht, de regelmaat en frequentie van de orders (inclusief de volatiliteit van de vraag) en de symmetrie in de marktaandelen.³⁹ Indien de factoren die

collusie faciliteren afwezig zijn, dan is er sprake van een laag risico. Daarentegen leidt de aanwezigheid van collusie faciliterende factoren, in combinatie met de aanwezigheid van toetredingsbarrières, tot de conclusie dat er een verhoogd collusiegevaar in deze markt is. Het al dan niet optreden van collusief gedrag hangt overigens niet alleen af van de marktstructuur. Zo kunnen ook historische en sociologische factoren een rol spelen. De inschattingen ten aanzien van het risico op collusie die op basis van marktstructuurvariabelen worden gedaan kennen derhalve een substantiële mate van onzekerheid.

In figuur 4.2 is het analysekader samengevat.

Figuur 4.2 Analyse kader



In de volgende paragrafen komen de volgende deelmarkten ter sprake: emissiediensten, noteringsfaciliteiten, transactiebemiddeling, handelsfaciliteiten, clearing, settlement, bewaring en beheer, en registratie. Voor elke deelmarkt komen de toetredingsbarrières, het geografisch bereik, eventuele dominante posities van marktpartijen en – indien van toepassing - collusiegevaar aan de orde. Dit mondt uit in een beoordeling of de desbetreffende deelmarkt vanuit concurrentieoptiek een laag, middelmatig of hoog risicokarakter kent.

4.4 De markt voor emissiediensten

Geografische omvang

Bedrijven die aandelen willen uitgeven doen een beroep op investmentbanken om de emissie te begeleiden. Veelal gebeurt dit in de vorm van een syndicaat van verschillende investmentbanken, waarbij één bank als leider optreedt. De betrokken banken verlenen ondersteuning bij het opstellen van de benodigde documentatie (zoals een prospectus), begeleiden de contacten met toezichthouders, zorgen voor promotie in de richting van potentiële investeerders, analyseren de beste uitgifteprijs en -hoeveelheid en nemen vaak ook een deel van het financiële risico van de emissie over. Deze investmentbanken kunnen onderdeel zijn van een (grote) algemene bank, zoals ABN AMRO, of kunnen meer gespecialiseerde firma's zijn zoals Goldman Sachs of Morgan Stanley. Investmentbanken hebben een internationaal werkterrein. Niet zelden wordt er echter door uitgevende instellingen gewerkt met een in hetzelfde land gevestigde bank, omdat deze het bedrijf en de nationale markt goed kent en goede ingangen heeft voor het benaderen van investeerders.⁴⁰ In zijn algemeenheid is de markt voor emissiediensten echter een internationale markt.⁴¹

Dominante positie

Er zijn diverse aanbieders actief op de markt voor emissiediensten voor Nederlandse aandelen. Er is geen sprake van een dominante speler.

Toetredingsbarrières

Overstapkosten

Er zijn geen noemenswaardige overstapkosten. Per emissie kan een bedrijf beslissen met welke investmentbank het in zee gaat. Indien er sprake is van voorkeur voor een lokale investmentbank, is de keuze van aanbieders relatief beperkt en kan het dus lastiger zijn om naar een andere aanbieder over te stappen.

Wet- en regelgeving

Er is geen sprake van wet- en regelgeving die leidt tot substantiële toetredingsdrempels voor nieuwe aanbieders van emissiediensten. Om in Nederland actief te worden als investmentbank dient een bank in het bezit te zijn van een bankvergunning van De Nederlandsche Bank (DNB) onder de Wet toezicht kredietwezen (Wtk).⁴²

Schaal- en netwerkeffecten

Er is, afgezien van de normale operationele schaalvoordelen van een bank, geen sprake van aanmerkelijke schaal- en netwerkeffecten die leiden tot (substantiële) toetredingsdrempels voor nieuwe aanbieders van emissiediensten. De werkzaamheden die investmentbanken verrichten verschillen niet wezenlijk naar gelang de omvang van de emissie.

Verticale integratie

Veel aanbieders van emissiediensten zijn ook actief als aanbieder van transactiebemiddeling en van bewaar- en beheerdiensten. Daarnaast onderhouden sommige aanbieders van emissiediensten ook delen van de OTC-markt. Merrill Lynch is bijvoorbeeld in al deze markten wereldwijd een belangrijke aanbieder.

Verzonken kosten

Het hebben van een solide reputatie is van zeer groot belang voor investmentbanken. Ondernemingen beschouwen een emissie als een risicovolle activiteit, waarbij ondersteuning van een zeer goede en betrouwbare investmentbank gewenst is. De investeringen die banken doen om een dergelijke reputatie op te bouwen, zijn tot op zekere hoogte te beschouwen als verzonken kosten. Daarnaast is sprake van de normale verzonken kosten in de operationele sfeer voor het opzetten van een bancaire operatie.

Conclusie

De toetredingsbarrières om actief te worden op de markt voor het aanbieden van emissiediensten voor Nederlandse aandelen zijn, met name gelet op de noodzaak van het hebben van een goede reputatie, vanuit concurrentieoptiek als middelmatig aan te merken.

Collusievorming

Er is op de internationale markt voor emissiediensten van Nederlandse aandelen geen sprake van een onderneming die over marktmacht beschikt. Derhalve moet om een uitspraak te kunnen doen over het concurrentierisico de kans op kartelvorming worden

beoordeeld. Daartoe wordt hierna de stabiliteit van een mogelijk kartel nader onderzocht.

Contacten op meerdere markten

Omdat veel aanbieders van emissiediensten ook actief zijn als aanbieder van transactiebemiddeling, van bewaar- en beheerdiensten en OTC-handelsfaciliteiten, is er sprake van contacten op meerdere markten.

Homogeniteit van kosten

De kosten van investmentbanken hangen af van het personeelsbeleid en de aantrekkingskracht op toptalent en de keuzes die investmentbanken maken ten aanzien van investeringen in eigen research, ICT en dergelijke. Gezien de verschillen in businessmodellen en omvang van de aanbieders, kan gesteld worden dat de kostensoorten weliswaar overeenkomen, maar dat de kostenstructuur niet homogeen is.

Inkoopmacht

Individuele afnemers beschikken niet over inkoopmacht. Het aantal ondernemingen dat (wereldwijd gezien) aandelen uitgeeft is immers zeer groot.

Regelmaat en frequentie van orders

Er is sprake van onregelmatige en infrequente opdrachten aangezien het doen van een emissie geen continu proces is. De vraag naar emissiediensten hangt onder meer af van de conjunctuur, het sentiment op de markt en de behoefte van ondernemingen om extern kapitaal aan te trekken. De vraag naar emissiediensten is dus volatiel.

Symmetrie van marktaandelen

Er zijn circa vijf tot tien grote aanbieders die wereldwijd (grote) emissies begeleiden. De verschillen in omzet (*disclosed fees*) in deze groep zijn echter aanzienlijk: de nummer 1 in 1999 (Morgan Stanley) was bijna twee keer zo groot als de nummer 5 en bijna vijf keer zo groot als de nummer 10.⁴³ Daarnaast is er sprake van een grote groep meer nationaal georiënteerde aanbieders.

Conclusie

De toetredingsbarrières om actief te worden op deze markt kunnen als middelmatig worden aangemerkt. De voorwaarden om een stabiel kartel te vormen zijn nauwelijks aanwezig. Derhalve luidt de conclusie dat de markt voor het uitgeven van Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek een laag risico kent.

4.5 De markt voor noteringsfaciliteiten

Geografische omvang

Vanwege de geografische binding (*home bias*) tussen (particuliere) beleggers en uitgevende instelling worden aandelen van Nederlandse bedrijven veelal op Euronext Amsterdam genoteerd. Voor een notering die de werkelijke waarde van het bedrijf weerspiegelt, is voldoende liquiditeit vereist. Een lage liquiditeit leidt immers tot een risico van onvoldoende *matching* van vraag en aanbod, wat tot uiting komt in een lagere waardering van het aandeel. Een goede liquiditeit kan het beste worden bereikt waar de aandacht van media en analisten het grootst is en de potentiële investeerders bekend zijn met het bedrijf. Naast de vestigingsplaats, kan ook een home bias bestaan met betrekking tot de plaats waar de meeste omzet wordt gegenereerd.

Grote multinationals zijn minder afhankelijk van lokale investeerders en hebben daarom de mogelijkheid een beursplatform te kiezen in een ander land dan het land van herkomst. Deze ondernemingen hebben vaak meerdere noteringen. Op deze wijze verkrijgen zij naamsbekendheid in de landen waar zij actief zijn en kunnen ze hun kapitaalkosten verder reduceren. Iets meer dan de helft van alle AEX- en Midkap-ondernemingen heeft ook een notering in het buitenland. Er is daarom sprake van enige concurrentiedruk uit het buitenland. Anderzijds betekent dit niet dat multinationals met een 'dubbele notering' hun notering aan Euronext Amsterdam gemakkelijk inruilen voor één aan een andere beurs. Voor de overige bedrijven met een notering op Euronext Amsterdam ligt het percentage 'dubbele noteringen' bovendien aanzienlijk lager. De markt voor noteringsfaciliteiten voor Nederlandse aandelen kan dus toch als nationaal worden gekwalificeerd.

Dominante positie

Voor ondernemingen zijn bankkrediet, onderhandse leningen en *private equity* imperfecte substituten voor uitgifte van aandelen op een openbaar beursplatform. Het voordeel van het gebruik van een openbaar beursplatform om aan eigen of vreemd vermogen te komen ligt vooral in het grote absorptievermogen (groter dan dat van een individuele bank of aandeelhouder). Daarnaast kan een notering het voor een bedrijf eenvoudiger en goedkoper maken om vreemd vermogen aan te trekken.⁴⁴ Gelet op deze specifieke verschillen tussen de verschillende financieringsbronnen, kan gesteld worden dat bankkrediet en onderhandse leningen geen volwaardige substituten zijn voor de uitgifte van aandelen op een openbaar beursplatform. Datzelfde geldt voor het onderhands uitgeven van aandelen aan bijvoorbeeld participatiemaatschappijen (*private equity*). Ook hierbij is over het algemeen het absorptievermogen geringer dan van een openbaar beursplatform.

Aangezien Euronext Amsterdam verreweg het grootste, door de minister van Financiën erkende openbare beursplatform is dat in Nederland actief is, heeft het een dominante positie op de markt voor noteringsfaciliteiten in Nederlandse aandelen.

Toetredingsbarrières

De mate van concurrentie op deze markt wordt bepaald door de aanwezigheid van (potentiële) substituten en overstapkosten. Toetreding van nieuwe beursplatforms zou ook een bepalende factor kunnen zijn. De primaire (noterings)markt kan echter niet los gezien worden van de secundaire (handels)markt. Het doel van een notering is immers het mogelijk maken van de handel. De omzet van beursplatforms door nieuwe uitgifte van aandelen valt in het niet bij de omzet uit handel in reeds genoteerde aandelen.⁴⁵ Toetreding van nieuwe beursplatforms moet daarom worden geanalyseerd vanuit het perspectief van de secundaire markt.⁴⁶

Overstapkosten

Zodra een aandeel eenmaal een notering aan een bepaalde beurs heeft gekregen, is het lastig om voor een volgende uitgifte naar een andere beurs over te stappen.⁴⁷ Naast informatiekosten (bijvoorbeeld als gevolg van verschillen in taal), zou dit tot fragmentatie van de liquiditeit kunnen leiden en daarmee ongunstig zijn voor de spread (het verschil tussen de bied- en laatprijs). Een grotere spread resulteert voor de belegger in hogere kosten van zijn aandelentransacties. Dit kan leiden tot minder handel en is daarom ook voor de uitgevende onderneming onwenselijk.⁴⁸ Verder wordt de onderneming geconfronteerd met extra kosten, zoals lidmaatschapskosten (noteringsfees) en (andere) administratieve vereisten. Voor ondernemingen die aandelen met een home bias uitgeven, is overstappen naar een andere beurs derhalve geen reële optie.

Daarnaast worden bedrijven met enige regelmaat van de beurs gehaald wanneer grootaandeelhouders of investeerders menen dat de rendementsverwachting die in de notering wordt weerspiegeld te laag is, dan wel de onderneming te weinig liquiditeit heeft op de secundaire markt.⁴⁹ De kosten die hiermee gepaard gaan kunnen onder meer bestaan uit imagoschade en de kosten van het terugkopen van de eigen aandelen.

Wet- en regelgeving

De Wet toezicht effectenverkeer (Wte) en het beursreglement van Euronext stellen eisen aan ondernemingen die een notering wensen aan Euronext Amsterdam. Deze eisen, die in beginsel voor iedere onderneming gelijk zijn, hebben onder meer betrekking op het minimumvermogen van de onderneming en het geven van openheid van informatie aan het platform en in de emissieprospectus. Andere beursplatforms kennen vergelijkbare eisen. Daarnaast heeft een onderneming die een beursnotering aanvraagt, te maken

met een scherpe controle vanuit de toezichhouders en met eisen op het gebied van *corporate governance* en publieke informatievoorziening.⁵⁰

Schaal- en netwerkeffecten

Het aanbieden van noteringsfaciliteiten kenmerkt zich door de aanwezigheid van aanzienlijke schaalvoordelen. Het gaat daarbij niet zozeer om operationele schaalvoordelen, al zijn die tot op zekere hoogte ook aanwezig, maar vooral om schaalvoordelen in de aanpalende markt voor handelsfaciliteiten. Op deze markt zijn immers dezelfde aanbieders actief als voor noteringsfaciliteiten (zie hierna bij verticale integratie). Deze schaalvoordelen zijn een gevolg van de netwerkeffecten die intrinsiek verbonden zijn met aandelenhandel aan een beursplatform. Hoe groter een aanbieder van handelsfaciliteiten is, hoe aantrekkelijker zijn platform is voor beleggers en zodoende ook voor bedrijven die deze beleggers willen bereiken. Dit maakt dat de schaal van de handel in relatie staat tot de concurrentiepositie van de aanbieder van noteringsfaciliteiten.

Verticale integratie

De aandelen die op Euronext Amsterdam genoteerd staan, worden ook op Euronext Amsterdam verhandeld. Er is derhalve sprake van verticale integratie van de primaire en secundaire markt voor handel in Nederlandse aandelen.

Verzonken kosten

Aangezien er sprake is van een vorm van verticale integratie van de primaire markt met de secundaire markt zullen de verzonken kosten voornamelijk betrekking hebben op de investeringskosten om te komen tot een infrastructuur waarbinnen noterings- en handelsfaciliteiten kunnen worden aangeboden.

Conclusie

De aanwezigheid van aanzienlijke overstapkosten en schaaffecten en de hoge mate van verticale integratie belemmeren de toetreding tot de markt voor noteringsfaciliteiten voor Nederlandse aandelen. Daarnaast gaat er een belemmerende invloed uit van de wet- en regelgeving en de aanwezigheid van verzonken kosten en is er een dominante speler (Euronext Amsterdam) op deze markt actief. Anderzijds bestaan er enkele (imperfecte) substituten en is er via de dubbele noteringen die vooral grote multinationals aanhouden, sprake van enige concurrentiedruk vanuit het buitenland. Concluderend kan worden gesteld dat de markt voor noteringsfaciliteiten voor Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek aan te merken is als een markt met een middelmatig risico.

4.6 De markt voor transactiebemiddeling

Geografische omvang

Beleggers mogen niet zelf direct handelen op de beurs, maar dienen hun transactieorders in het orderboek te plaatsen via beurspartijen. In totaal zijn er op Euronext Amsterdam 150 beurspartijen actief, waaronder vrijwel alle Nederlandse banken en een groot aantal buitenlandse banken zoals Citigroup, Deutsche Bank en BNP Paribas.⁵¹ Van deze 150 zijn er 28 actief als broker, 12 als dealer en 110 als broker/dealer. De buitenlandse banken spelen vooral een rol op het gebied van de handel door professionele en institutionele beleggers. De vijftien grootste aanbieders van transactiebemiddeling in Nederlandse aandelen op Euronext Amsterdam hebben een marktaandeel tussen 1% en 10%.⁵² Het leeuwendeel van de particuliere handel in Nederlandse aandelen is in handen van de vier grote Nederlandse banken en enkele leidende internationale spelers als Goldman Sachs, Morgan Stanley en Merrill Lynch. In 2000 handelde circa 30% van alle beleggers via on-linebrokers. Dit percentage is de laatste jaren sterk gestegen. Zo blijkt uit onderzoek van bureau Belegger.nl dat in 2003 ongeveer 70% van alle actieve beleggers zijn orders via internet plaatste.⁵³ Daarnaast is het voor buitenlandse beleggers ook mogelijk – en relatief eenvoudig – via brokers uit andere Europese landen of de Verenigde Staten te handelen in Nederlandse aandelen. Zo heeft Euronext Amsterdam met een aantal beurzen in en buiten Europa een zogenaamde *cross-membership*-regeling. Dit houdt in dat het aanzienlijk eenvoudiger wordt voor beurspartijen die verbonden zijn aan Euronext Amsterdam om te handelen op een ander, aan Euronext gelieerd, platform.⁵⁴ Brokers en dealers die onder toezicht van een Europese toezichthouder staan, hebben een Europees paspoort. Zij komen zo gemakkelijker in aanmerking voor een vergunning van de desbetreffende nationale toezichthouder om te kunnen toetreden tot een handelsplatform in een andere EU-lidstaat. Gesteld kan dan ook worden dat de markt voor transactiebemiddeling in Nederlandse aandelen een internationale markt is.

Dominante positie

Er zijn veel aanbieders actief op de markt voor transactiebemiddeling. Geen enkele aanbieder heeft een marktaandeel groter dan 10%. Er is dus geen sprake van een dominante positie.

Toetredingsbarrières

Overstapkosten

De overstapkosten om van effectenbemiddelaar (beurspartij) te wisselen, kunnen per klantgroep verschillen. Op de particuliere retailmarkt zijn er (zeer) beperkte overstapkosten als gevolg van de koppeling van aandelendepots aan betaalrekeningen. De overstapkosten van kapitaalcrachtige particulieren die gebruikmaken van de diensten van kleine commissionairshuizen of *private banking* zijn eveneens laag, net als die van institutionele beleggers. Afgezien van (beperkte) eenmalige transactiekosten betreft dit vooral de kennis die een effectenbemiddelaar over zijn cliënt heeft en die opnieuw moet worden opgebouwd voor adviesdoeleinden.

Wet- en regelgeving

Het Europese paspoort maakt het voor buitenlandse brokers en dealers gemakkelijker op Euronext Amsterdam actief te worden. Door een wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer in 1998 is de verlening van een vergunning door de AFM aan effecteninstellingen om toegelaten te worden tot het beursplatform losgekoppeld van de directe toelating tot de beurs door Euronext Amsterdam zelf. De AFM stelt op grond van deze wet onder meer eisen op het gebied van deskundigheid, betrouwbaarheid, financiële waarborgen, informatieverstrekking en informatietechnologie (IT). Dit laatste in verband met de beheersing van belangenconflicten, rapportage van positieoverzichten, beschikbaarheid en bewaartermijnen van data voor controledoelstellingen.⁵⁵ Euronext stelt daarnaast zelf regels op voor handelaren die als broker of dealer actief willen worden op dit handelsplatform. Deze regels omvatten eisen op het gebied van deskundigheid, betrouwbaarheid, technische capaciteiten (IT) en organisatievorm. Deze voorwaarden zijn een gevolg van de wijze waarop de beurs werkt. Door alle leden dient eraan voldaan te worden.⁵⁶ Daarnaast moet elke beurspartij die op Euronext actief wil zijn, een overeenkomst hebben met een *clearing member*⁵⁷ voor het afwickelen van de verrichte transacties. Wanneer de clearing member die in het thuisland wordt gebruikt geen clearing member is in Nederland, dan dient deze beurspartij een aparte overeenkomst aan te gaan met een clearing member voor de Nederlandse markt.

Schaal- en netwerkeffecten

Er is sprake van schaaffecten omdat de tarieven van Euronext afhangen van het aantal uitgevoerde transacties en de omvang ervan. Afhankelijk van het aantal verrichte transacties kunnen de kosten per transactie meer dan een factor 2 verschillen.⁵⁸ Dit is echter een schaalvoordeel waarvan alle grote spelers profiteren. Daarnaast is er sprake

van netwerkeffecten. Brokers willen graag op die beurzen actief worden waar al veel of grote brokers actief zijn. Dit garandeert namelijk de liquiditeit van de handel en een lagere spread.

Verticale integratie

Sommige partijen die actief zijn als broker en/of als dealer zijn ook actief als custodian op de markt voor bewaring en beheer. Daarnaast zijn sommige effectenbemiddelaars ook als investmentbank actief.

Verzonken kosten

Om actief te worden als effectenbemiddelaar moeten vooral kosten voor IT-systemen worden gemaakt. Het betreft zowel operationele kosten als kosten uit hoofde van toezicht. Zoals hiervoor bij wet- en regelgeving al is opgemerkt, stellen AFM en Euronext eisen aan de backoffice van een broker. Ter illustratie: om als broker actief te worden op de London Stock Exchange moest rond EUR 100.000 worden geïnvesteerd in extra IT-infrastructuur.⁵⁹

Conclusie

De overstapkosten en verzonken kosten op de markt voor transactiebemiddeling in Nederlandse aandelen zijn laag. Toetredingseisen op het gebied van wet- en regelgeving lijken ook geen significante toetredingsbarrière te vormen. Bovendien is er geen marktpartij die een dominante positie inneemt. Derhalve kan de markt voor transactiebemiddeling voor Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek gekenschetst worden als een markt met een laag risico.

Beleggingsfondsen

Een aanzienlijk deel van de investeringen in effecten gebeurt via beleggingsfondsen. In de eerste helft van 2004 was er voor circa EUR 76,3 miljard belegd in beleggingsfondsen die in Nederland gevestigd zijn. Circa 49% hiervan was belegd in aandelenfondsen. Robeco was met een marktaandeel van 30,6% in deze periode de grootste aanbieder van Nederlandse beleggingsfondsen, op de voet gevolgd door ABN AMRO (met een marktaandeel van 25,7%).⁶⁰ De totale beleggingsportefeuille van in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen bedroeg in de eerste helft van 2004 circa EUR 94,7 miljard. Nederlandse beleggingsfondsen met veranderlijk kapitaal (dat wil zeggen dat zij aandelen uitgeven en opnemen) zijn verplicht een beursnotering te hebben. Niet alle beleggingsfondsen zijn echter beursgenoteerd. Van de niet-genoteerde ('*closed end*') beleggingsfondsen wordt de intrinsieke waarde van een

aandeel overigens in veel gevallen op de beurspagina's van kranten gepubliceerd.

Enkele actuele ontwikkelingen op deze markt zijn de volgende:

Onderzoek AFM

In april 2004 heeft de AFM haar rapportage *Zicht op beleggingsinstellingen* gepubliceerd.⁶¹ Uit het onderzoek blijkt dat er tekortkomingen bestaan op het gebied van transparantie en zorgvuldige werkwijze van beleggingsinstellingen. Zo heeft de AFM geconstateerd dat de toegepaste systematiek van op- en afslagen en de verrekening van deze kosten niet altijd op juiste wijze in de prospectus staan. Hierdoor krijgt de belegger een onjuist beeld van deze kosten en wordt hij mogelijk benadeeld.

Aanbieden fondsen van derden

In 2004 zijn de Postbank, Fortis en de Rabobank ertoe overgegaan beleggingsfondsen van derden (zowel binnenlandse als buitenlandse partijen) actief aan te bieden. ABN AMRO was hiermee reeds in zomer 2002 gestart. Voor het beschikbaar stellen van de organisatie en het verkoopkanaal ontvangt de bank een distributievergoeding. Deze is gekoppeld aan de hoogte van het huidige vermogen en van de nieuwe inleg.⁶² Aangezien de distributeurs bepalen welke beleggingsfondsen in hun schappen komen te liggen, neemt hun invloed in deze sector toe.

Verhoging beheerskosten

ABN AMRO en Robeco hebben onlangs besloten de beheerskosten voor beleggingsfondsen te verhogen. Deze tariefsverhogingen vloeien volgens de betrokkenen voort uit strengere regels van toezichthouders die met kostenstijgingen voor banken gepaard gaan én uit toegenomen marketing/distributiekosten als gevolg van het feit dat banken vaker beleggingsfondsen van concurrenten aanbieden (waarvoor men elkaar overigens wel bemiddelingskosten in rekening brengt).⁶³ Uit onderzoek van Standard & Poor's blijkt overigens dat de kosten die aanbieders van beleggingsfondsen als percentage van het beheerde vermogen in rekening brengen, onderling sterk uiteen kunnen lopen, namelijk van 1,01% tot 1,48%.⁶⁴

Uittocht beleggingsfondsen

Robeco heeft eind december 2003 een aantal fondsen naar Luxemburg verhuisd. Een voordeel van de verhuizing naar Luxemburg voor beleggers is dat alle fondsen die straks in Luxemburg noteren geen spread meer kennen. Beleggers betalen bij aankoop en ontvangen bij verkoop de werkelijke waarde van het fonds, zonder de voorheen gebruikelijke op- of afslag.⁶⁵ Een ander verschil met Luxemburg is dat een fonds in Nederland op elk nieuw uitgegeven aandeel 0,55% kapitaalbelasting betaalt, terwijl dat

in Luxemburg slechts 0,05% is.⁶⁶ In Nederland kunnen beleggingsfondsen de hele dag door verhandeld worden, terwijl Luxemburg, net als de VS, slechts één verhandel-moment per dag kent.⁶⁷

De MFS zal in 2005 nader onderzoek doen naar de concurrentie op de markt voor beleggingsfondsen.

4.7 De markt voor handelsfaciliteiten

Geografische omvang

Gezien de afbakening van het onderzoek ('aandelen van Nederlandse bedrijven die genoteerd zijn op Euronext Amsterdam') is de markt voor handelsfaciliteiten een nationale markt. Het aanbod van handelsfaciliteiten voor de handel in Nederlandse aandelen bestaat momenteel uit drie handelsplatforms: Euronext Amsterdam, Deutsche Börse (DB) en London Stock Exchange (LSE). Daarmee is de verhandelbaarheid van Nederlandse aandelen wat betreft het aantal beursplatforms uniek in Europa. De brede verhandelbaarheid is een gevolg van de concurrentie tussen handelsplatforms om de handel in bepaalde aandelen naar zich toe te trekken. Dat deze concurrentieslag in Amsterdam plaatsvindt, komt volgens DB omdat Nederlandse effectenhuizen het gevoel hebben "dat hun beurs door de Fransen is opgeslokt bij de fusie tot Euronext. Ze hebben minder voeling met hun eigen beurs dan bijvoorbeeld Franse effectenhuizen met Parijs of de Britten met Londen. Ieder initiatief van buiten wordt in Amsterdam enthousiast omarmd".⁶⁸ Daarnaast is de internationale belangstelling voor een aantal beursgenoteerde Nederlandse bedrijven groot. Dit vergroot de verhandelbaarheid van Nederlandse aandelen buiten Euronext Amsterdam.

Vooralsnog heeft DB slechts 1% à 2% van de handel in Nederlandse aandelen in handen. Het marktaandeel van LSE ligt medio 2004 – op enkele uitschieters na – onder 5%.⁶⁹

Dominante positie

Gelet op het grote marktaandeel van Euronext Amsterdam in de handel in Nederlandse aandelen en haar dominante positie als handelsplatform op de markt voor noterings-faciliteiten, kan gesteld worden dat Euronext Amsterdam momenteel een dominante positie inneemt op de markt voor het aanbieden van handelsfaciliteiten voor de handel in Nederlandse aandelen. Dit neemt overigens niet weg dat er van de kleinere aanbieders wel een sterke concurrentiedruk uit kan gaan.

Toetredingbarrières

Overstapkosten

Tarifiering, lidmaatschapsvereisten, liquiditeit en de afhandeling van transacties zijn de belangrijkste factoren die een overstap naar een andere beurs beïnvloeden. De transactietarieven en lidmaatschapsvereisten zijn het afgelopen jaar door alle aanbieders naar beneden bijgesteld. Zo kondigde Euronext Amsterdam in reactie op de toegenomen (potentiële) concurrentie vanuit Londen en Frankfurt in november 2003 aan zijn tarieven met ingang van 1 januari 2004 met gemiddeld 11,5% te verlagen. In april 2004 heeft Euronext een verdere tariefsverlaging voor de handel in Nederlandse aandelen doorgevoerd, met kortingen die tot 30% kunnen oplopen.⁷⁰ Verder heeft Euronext voor kleinere partijen de ATP-status (Associated Trading Partner) ingesteld. Deze status, waarmee Euronext de kleinere partijen wilde stimuleren orders door te geven via een broker die in een betere kortingsschaal zit, geeft kleinere partijen tegen betaling van EUR 5.000 per jaar het recht om het beeldmerk van Euronext te voeren in hun commerciële correspondentie.⁷¹ DB heeft de aansluitingskosten voor handels-huizen verlaagd. Verder heeft het tijdelijk 70% van de transactiekosten teruggegeven aan de tien partijen die de hoogste omzet halen.⁷² LSE biedt brokers die veel handelen in Londen een volumekorting van 25%. Daarnaast heeft het kortingen op datadiensten geïntroduceerd en een aantal lidmaatschapsvereisten versoepeld. Met betrekking tot de handel in Nederlandse aandelen heeft Londen een speciaal beperkt *participant membership* geïntroduceerd, waarvoor de toegangseisen minder stringent zijn dan het reguliere lidmaatschap van de Londense beurs.

De hogere liquiditeit die in Amsterdam wordt gegenereerd, is volgens brokers een belangrijk obstakel voor de overstap naar Londen. Naar schatting zal ongeveer een kwart van de handel in Amsterdam moeten worden overgeheveld om voldoende liquiditeit, en daarmee voldoende kritische massa, in Londen te genereren.⁷⁴ In de strijd om liquiditeit bepalen de spread tussen aankoop- en verkoopprijs, de diepte van het orderboek, de toegangstarieven voor brokers die willen handelen, de noteringskosten voor bedrijven die genoteerd willen worden en de tarieven voor transacties die handelaren op de beurs betalen in onderlinge samenhang welk beursplatform het meest aantrekkelijk is. De heersende opvatting is dat liquiditeit zich nog steeds concentreert op één plaats. Sommigen menen dat door de toegenomen ICT-ondersteuning en koppeling van handelssystemen (waarbij per order een handelsplatform wordt gekozen) *split pools of liquidity* mogelijk zouden zijn, zonder dat de spread daar onder zou lijden. Er zijn hier echter nog maar weinig praktijk-voorbeelden van.

De afhandeling van transacties is een andere belangrijke factor die een overstap naar een ander beursplatform beïnvloedt. Euronext heeft Euroclear als *preferred settlement*-platform aangewezen. De facto vinden clearing en settlement van aandelentransacties op Euronext Amsterdam plaats via respectievelijk LCH.Clearnet SA (hierna: LCH.Clearnet), Euroclear Nederland en Euroclear Bank. Het is evenwel in principe mogelijk dit elders te doen. Aangezien dat voor marktpartijen leidt tot hogere kosten, zal het in de praktijk echter niet zo snel gebeuren. Beurspartijen hebben immers hun backoffice vaak op een bepaalde organisatie voor clearing en settlement afgestemd.⁷⁵ Dit blijkt onder meer uit de overeenkomst die Clearnet, het *preferred clearing*-huis van Euronext, op verzoek van Nederlandse banken heeft gesloten met de LSE. Hierdoor hoeven zij de administratieve afhandeling van hun transacties niet te wijzigen als zij gaan handelen via de Londense beurs.⁷⁶

Wet- en regelgeving

Het toezicht op de Amsterdamse effectenbeurs berust bij de AFM. Wanneer een beurshouder voldoet aan wat noodzakelijk is met het oog op het adequaat functioneren van de effectenmarkten en het waarborgen van de positie en belangen van de beleggers op die markten (eisen met betrekking tot onder meer de handel, de toelating van fondsen, arrangementen betreffende de technische infrastructuur alsmede de clearing en levering van effecten), zal hem door de minister van Financiën erkenning als effectenbeurs worden verleend. Daarnaast stelt een effectenbeurs op privaatrechtelijke grondslag haar eigen regels op (het beursreglement) en controleert zij zelf de nakoming van die regels. Daarboven hanteren alle Europese handelsplatforms de *Standards for regulated markets under the ISD* (Investment Securities Directive) van het Committee of European Securities Regulators.⁷⁷ Deze standaarden stellen technische voorwaarden op het gebied van het functioneren van de markt, de toetreding tot de markt en op het gebied van notering en toegang tot handelsfaciliteiten.

Schaal- en netwerkeffecten

De facilitering van de handel in aandelen kenmerkt zich door de aanwezigheid van aanzienlijke schaalvoordelen. Dit is een gevolg van de netwerkeffecten die intrinsiek verbonden zijn met aandelenhandel aan een beursplatform.⁷⁸ Het is voor beleggers aantrekkelijk daar te handelen waar anderen ook handelen. Het handelsplatform dat de meeste liquiditeit biedt – daar waar de meeste koop- en verkooporders worden ingelegd – kan handelaren de beste evenwichtsprijs met de laagste spread bieden. Een andere bron van schaalvoordelen zijn de vaste kosten die moeten worden gemaakt voor het opzetten en onderhouden van een handelssysteem. Deze kosten zijn de afgelopen jaren echter afgenomen door de opkomst van elektronische handelssystemen.⁷⁹

Daarnaast speelt de tweezijdigheid van de markt voor handelsfaciliteiten een grote rol bij het genereren van schaalvoordelen.⁸⁰

Verticale integratie

Handelsfaciliteiten zijn operationeel gezien verticaal verbonden aan bepaalde clearing- en settlementinstellingen.⁸¹ Zo is het voor de handel die op Euronext Amsterdam plaatsvindt nagenoeg niet mogelijk een ander clearinghuis te gebruiken dan LCH.Clearnet en worden alle transacties uiteindelijk gesetteld en geregistreerd bij de Nederlandse CSD, Euroclear Nederland.

Verzonken kosten

De investeringskosten (met name van IT-infrastructuur) om te komen tot een handelsfaciliteit zijn aanzienlijk, maar gezien de ontwikkelingen in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk niet onoverkomelijk. Door regelmatige wijzigingen in systemen en systeemeisen kunnen de investeringskosten volgens marktpartijen niet op lange termijn worden afgeschreven, maar moeten zij op korte termijn worden terugverdiend.

Conclusie

Overstapkosten, wet- en regelgeving, schaal- en netwerkeffecten, verticale integratie en verzonken kosten belemmeren in beperkte mate (schaal- en netwerkeffecten in aanzienlijke mate) de toetreding tot de markt voor handelsfaciliteiten voor Nederlandse aandelen. Indien daarbij in aanmerking wordt genomen dat Euronext Amsterdam momenteel een dominante positie hierop inneemt, kent de markt voor het aanbieden van handelsfaciliteiten in Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek een middelmatig risico. Uit de recente marktontwikkelingen komt overigens het beeld naar voren dat de concurrentiedruk toeneemt.

4.8 De clearingmarkt

Geografische omvang

De clearing van aandelentransacties is het proces van doorgeven, vastleggen en bevestigen van handelstransacties. Er moet worden vastgesteld wat precies de verplichtingen zijn die een bepaalde partij heeft als gevolg van een transactie en deze verplichtingen moeten elektronisch worden vastgelegd en gecontroleerd. Dergelijke diensten worden geleverd door een clearinghuis. In aanvulling op de clearing treden sommige clearinghuizen als een CCP op, waarbij zij de verplichtingen van zowel de koper als de verkoper op zich nemen (novatie).⁸² De belangrijkste Europese clearinghuizen die tevens optreden als CCP zijn LCH.Clearnet Group en Eurex Clearing.⁸³

Deze clearinghuizen zijn actief op meerdere markten. Voor handelaren die actief zijn op Euronext Amsterdam, is het in de praktijk echter niet mogelijk gebruik te maken van bijvoorbeeld Eurex voor deze dienst.⁸⁴ Vrijwel alle beurstransacties in Nederlandse aandelen worden automatisch gecleard via LCH.Clearnet, aangezien deze door Euronext benoemd is als preferred supplier. Voor deze transacties vormt novatie een integraal onderdeel van het clearingproces. Er is dus geen sprake van concurrentiedruk door buitenlandse aanbieders. De markt voor clearing is derhalve, ondanks dat de aanbieders internationaal actief zijn, nationaal.

Dominante positie

Binnen Europa zijn er weinig aanbieders van deze dienst. Vrijwel alle beurstransacties in Nederlandse aandelen worden gecleard via LCH.Clearnet. Er is dus sprake van een dominante positie van LCH.Clearnet op de markt voor clearing van transacties in Nederlandse aandelen.

Toetredingsbarrières

Overstapkosten

Op Euronext Amsterdam is er in feite sprake van exclusieve afhandeling door LCH.Clearnet. Als een clearing member gebruik zou willen maken van de diensten van een ander clearinghuis, zou deze aanzienlijke kosten moeten maken omdat zijn backofficefaciliteiten hier niet op zijn afgestemd.⁸⁵ Ten tijde van de fusiebesprekingen tussen LCH en Clearnet heeft Eurex Clearing getracht de CCP te worden van de LSE.⁸⁶ De besprekingen waren waarschijnlijk mede niet succesvol vanwege de overstapkosten voor de leden van de LSE. Daarnaast is overstappen naar een clearinghuis dat geen novatie aanbiedt in het algemeen geen optie vanwege de grote voordelen van novatie voor de beurspartijen.⁸⁷

Wet- en regelgeving

Euronext eist van al zijn beurshandelaren dat zij zijn aangesloten bij een clearing member of zelf clearing member zijn. Het Europese paspoort geldt niet voor het aanbieden van clearing- en settlementdiensten.⁸⁸ Voorzover clearing members onder de Wet toezicht kredietwezen (Wtk) vallen, dienen zij ingeschreven te staan bij het door DNB aangehouden register. DNB heeft daarmee een toezichthoudende functie. Clearing members vallen daarnaast ook onder het toezicht van het clearinghuis op basis van de lidmaatschapsvereisten waaraan de clearing members moeten voldoen. Een CCP neemt via novatie al het tegenpartijrisico over. Het is dan ook noodzakelijk dat zij steeds een overzicht behoudt over alle openstaande kredietposities van partijen waarvoor zij de risico's overneemt. Een clearinghuis stelt daarom financiële eisen aan onder meer de

solvabiliteit en bepaalt welke jurisdictie van toepassing is op het gebied van eigendomsoverdracht en pandrecht op alle transacties die via haar verlopen.⁸⁹

Schaal- en netwerkeffecten

Clearing kent grote schaalvoordelen, omdat uitvoering van het proces voor één transactie in principe op hetzelfde neerkomt als voor een miljoen transacties. Een andere bron van schaalvoordelen zijn de netting-effecten die kunnen optreden na het totstandkomen van een transactie. Nettingeffecten ontstaan doordat niet alle transacties die door klanten van een bepaalde bank worden verricht, uiteindelijk gesetteld hoeven te worden. Dit komt omdat verplichtingen van verschillende klanten van dezelfde bank tegen elkaar weg kunnen vallen. Novatie reduceert de kosten van settlement omdat het risico wordt verminderd. Ook hier is sprake van schaalvoordelen: hoe meer transacties er worden genoveerd, hoe beter het risico kan worden gespreid.⁹⁰ Tegenover deze kostenbesparingen staan extra kosten voor de clearing members. Deze kosten bestaan voornamelijk uit de kosten van het aanhouden van onderpand (*collateral*) voor de bij de CCP uitstaande verplichtingen.

Verticale integratie

In Nederland wordt automatisch van de clearingdiensten van LCH.Clearnet gebruik gemaakt voor aandelentransacties die op de Euronext Amsterdam plaatsvinden. Transacties via de LSE worden ook automatisch door LCH.Clearnet afgewikkeld. Er is derhalve sprake van exclusieve afhandeling van een groot gedeelte van de handel in Nederlandse aandelen door LCH.Clearnet.

Verzonken kosten

De kosten voor het opzetten van een clearingdienst zijn hoog. Om clearing te kunnen aanbieden moeten aanzienlijke investeringen plaatsvinden in met name IT-faciliteiten.

Conclusie

Op de markt voor clearingdiensten voor de handel in Nederlandse aandelen zijn de overstapkosten, de schaal- en netwerkeffecten en de verzonken kosten aanzienlijk. Ook is er sprake van vergaande verticale integratie. Daarbij oefent ook de wet- en regelgeving een zekere belemmerende invloed uit op de toetreding tot deze markt. Indien daarbij in ogenschouw wordt genomen dat LCH.Clearnet een dominante positie op deze markt inneemt, is de markt voor clearingdiensten voor de handel in Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek er een met een hoog risico.

4.9 De settlementmarkt

Geografische omvang

Settlement is de daadwerkelijke afhandeling van de verplichtingen zoals die bij de clearing zijn vastgesteld.⁹¹ Voor transacties in Nederlandse aandelen kunnen ten aanzien van de overdracht van deze aandelen activiteiten worden verricht door Euroclear Nederland, Euroclear Bank, Kas Bank en DNB.⁹² Het is in beginsel niet mogelijk voor deze activiteiten gebruik te maken van aanbieders buiten Nederland. De markt is daarom, ondanks dat verschillende aanbieders ook internationaal actief zijn, als nationaal te classificeren.

Dominante positie

Settlement van transacties in Nederlandse aandelen wordt in Nederland door slechts één partij aangeboden, namelijk Euroclear Nederland.⁹³ Er is dan ook sprake van een dominante positie van Euroclear Nederland.

Toetredingsbarrières

Overstapkosten

Voor deze diensten is overstappen naar of gebruikmaken van een andere aanbieder in beginsel niet mogelijk.

Wet- en regelgeving

Op basis van de Wet giraal effectenverkeer is er sprake van een wettelijk monopolie voor een centraal instituut dat is belast met de bewaring en het beheer (in de zin van administratie) van effecten en de verzorging van het effectengiroverkeer ten behoeve van de aangesloten instellingen. Zoals reeds bij clearing is aangegeven, geldt het Europees paspoort niet voor het aanbieden van clearing- en settlementdiensten.

Schaal- en netwerkeffecten

Er zijn bij settlement aanzienlijke schaal- en netwerkeffecten te behalen. Het aanpassen van boek-entries is in hoge mate een schaalbare activiteit.⁹⁴ Omdat er vaste kosten zijn verbonden aan het aanhouden van een account bij één CSD, willen de bezitters van een dergelijk account het aantal CSD's waar zij een account aanhouden, minimaliseren. Daarnaast worden de mogelijkheden voor netting groter naarmate meer partijen op een centrale plek hun settlement uitvoeren.

Verticale integratie

Settlementdiensten zijn verticaal geïntegreerd met registratie.

Verzonken kosten

De kosten voor het opzetten van een dergelijke dienst zijn hoog. Om settlement te kunnen aanbieden moeten aanzienlijke investeringen plaatsvinden in IT-faciliteiten.

Conclusie

Op de markt voor settlementdiensten voor de handel in Nederlandse aandelen zijn de overstapkosten, de schaal- en netwerkeffecten en de verzonken kosten aanzienlijk. Ook is er sprake van verticale integratie. Daarnaast oefenen ook de wet- en regelgeving een belemmerende invloed uit op de toetreding tot deze markt. Indien daarbij in ogen-schouw wordt genomen dat Euroclear een dominante positie op deze markt inneemt, kan de markt voor settlementdiensten voor de handel in Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek worden gekarakteriseerd als een markt met een hoog risico.

4.10 De markt voor bewaring en beheer

Geografische omvang

Professionele Nederlandse en buitenlandse beleggers in Nederlandse aandelen doen veelal zaken met global custodians. Ook besteden custodians steeds vaker (delen van) hun bewaar- en beheerbedrijf uit aan global custodians.⁹⁵ De markt voor bewaring en beheer van Nederlandse aandelen is derhalve een internationale markt.

Dominante positie

Het aantal aanbieders op de markt voor het bewaren en beheren van Nederlandse aandelen is groot. Naast Nederlandse banken zijn ook andere binnen- en buitenlandse custodians op deze markt actief (zoals Bank of New York, J.P. Morgan, Citigroup, Northern Trust en BNP Paribas). Op de internationale markt voor custodydiensten hebben dertig spelers ongeveer 75% van de markt in handen.⁹⁶ Ook voor bewaar- en beheerdiensten van Nederlandse aandelen geldt dat geen enkele speler een marktaandeel heeft dat groter is dan 20%. Er is dus geen sprake van een dominante positie.

Toetredingsbarrières

Overstapkosten

De meeste klanten van custodians zijn pensioenfondsen en institutionele beleggers. Veelal nemen zij nog aanverwante producten op het gebied van het effectenbeheer van de custodians af.⁹⁷ Deze zogenaamde *wholesale*-klanten wisselen regelmatig van custodian. In Groot-Brittannië gebeurt dit ongeveer eens in de drie jaar en zijn er

gespecialiseerde consultants die zich toeleggen op het adviseren bij een dergelijke overstap.⁹⁸ De overstapkosten zijn dan ook beperkt.

Wet- en regelgeving

Op grond van artikel 37 van de Wet giraal effectenverkeer kan alleen een aangesloten instelling effecten in bewaring hebben bij of leveren aan het centraal instituut. De bij Euroclear Nederland aangesloten instellingen dienen werkzaam te zijn op het gebied van bewaring, beheer en administratie van effecten én dienen op grond van de Wet toezicht kredietwezen geregistreerd te staan. Dit betekent dat alleen kredietinstellingen (banken) bij Euroclear Nederland kunnen zijn aangesloten en daarmee actief kunnen zijn op de markt voor bewaring en beheer van Nederlandse aandelen. Buitenlandse custodians, die over een vergunning beschikken in hun thuisland, kunnen gemakkelijk actief worden in Nederland. De regelgeving is strikt, maar resulteert niet in aanzienlijke toetredingsbarrières.

Schaal- en netwerkeffecten

Een minimale kritische massa is vereist om investeringen in IT-systemen te laten renderen. De software die partijen gebruiken maakt dat bewaar- en beheerdiensten in hoge mate schaalbaar zijn. Overigens blijkt uit onderzoek van de Kas Bank dat de schaalvoordelen in de bewaarmarkt voor effecten deels worden doorgegeven aan de klant en voor een beperkt deel terugkomen in de behaalde bedrijfsresultaten.⁹⁹ Ook lijkt er sprake te zijn van schaalnadelen in de vorm van toenemende complexiteitskosten.

Verticale integratie

Het merendeel van de custodians biedt ook diensten op het gebied van transactiebemiddeling aan. Sommige custodians zijn daarnaast actief als investmentbank.¹⁰⁰ Met uitzondering van Euroclear Bank (die als CSD en als custodian actief is), is er echter geen sprake van verticale integratie met andere markten.¹⁰¹

Verzonken kosten

De investeringskosten (met name in IT-infrastructuur) om te komen tot het aanbieden van bewaar- en beheerneming zijn aanzienlijk, maar – mede gelet op het grote aantal partijen dat op deze markt actief is – niet onoverkomelijk.

Conclusie

De toetredingsbarrières om actief te worden op de markt voor het bewaren en beheren van Nederlandse aandelen zijn, met name gelet op de wet- en regelgeving, de schaal- en netwerkeffecten en de aanwezigheid van verzonken kosten, vanuit concurrentieoptiek als middelmatig aan te merken. Er is op de markt voor het bewaren en beheren

van Nederlandse aandelen geen sprake van een onderneming die over een dominante positie beschikt. Derhalve moet om een uitspraak te kunnen doen over het risico vanuit concurrentieoptiek, het risico van kartelvorming worden beoordeeld. Daartoe wordt hierna de stabiliteit van een mogelijk kartel nader onderzocht.

Collusievorming

Contacten op meerdere markten

Het merendeel van de custodians biedt ook diensten op het gebied van transactiebemiddeling en OTC-handelsfaciliteiten aan. Daarnaast zijn sommige custodians ook actief als aanbieder van emissiediensten. Er is derhalve sprake van multimarketcontacten.

Homogeniteit kosten

IT-kosten maken het grootste deel van de kosten uit. Deze zijn vergelijkbaar voor het merendeel van de custodians.¹⁰² De kosten voor het aanbieden van bewaar- en beheerdiensten kunnen daarom als redelijk homogeen worden aangemerkt. Met uitzondering van de *front office*- en transactiekosten hebben de kostenposten voor het aanbieden van custodydiensten grotendeels een vast karakter. Dit betekent dat schaal belangrijk is: een forse omzet is noodzakelijk om winst te draaien. De dienstverlening is immers in hoge mate uniform en de tarieven zijn vrij transparant.

Inkoopmacht

Wholesaleklanten zijn verantwoordelijk voor een groot deel van de inkomsten van een custodian. Gelet op het feit dat zij lagere tarieven betalen en regelmatig van custodians wisselen, kan gesteld worden dat deze inkoopmacht kunnen uitoefenen.

Regelmaat en frequentie orders

Custodians voeren dagelijks vele orders uit in het kader van de bewaring en het beheer van Nederlandse aandelen. Bepaalde beheerdiensten worden frequenter uitgevoerd voor beleggers dan andere, bijvoorbeeld *proxy voting* (met volmacht namens de belegger stemmen op de aandeelhoudersvergadering) ten opzichte van verzorgen van *securities lending* (uitlenen van aandelen tegen vergoeding). Hoewel er de ene beursdag meer wordt verhandeld dan de andere, kan worden gesteld dat de volatiliteit in de vraag naar bewaar- en beheerdiensten gering is.

Symmetrie van marktaandelen

Zoals is aangegeven onder het kopje 'dominante positie' hebben op de internationale markt voor bewaar- en beheerdiensten dertig spelers ongeveer 75% van de markt in

handen.¹⁰³ Geen enkele speler heeft een marktaandeel dat groter is dan 20%. Daarnaast zijn er veel custodians met lage marktaandelen. Gesteld kan dan ook worden dat de marktaandelen redelijk asymmetrisch zijn.

Conclusie

De toetredingsbarrières om actief te worden op deze markt kunnen als middelmatig worden aangemerkt. De voorwaarden om een stabiel kartel te vormen zijn slechts in beperkte mate aanwezig. Derhalve luidt de conclusie dat de markt voor het bewaren en beheren van Nederlandse aandelen vanuit concurrentieoptiek een laag risico kent.

4.11 De registratiemarkt

Geografische omvang

De registratie van eigendomsrechten in Nederlandse aandelen die genoteerd staan op Euronext Amsterdam vindt plaats bij Euroclear Nederland (statutaire naam Necigef), de Nederlandse CSD. De CSD heeft als functie om voor bepaalde typen effecten centraal te registreren wie hiervan de eigenaren zijn. Dit is vergelijkbaar met de functie van het kadaster waar het bezit van woningen centraal wordt vastgelegd. Het doel van de centrale registratie is het overbodig maken van fysieke levering: eigendomsoverdracht vindt plaats door een overboeking, ofwel settlement, in de administratie van de CSD of een aangesloten instelling. Een ander doel van registratie bij Euroclear Nederland is het onderbrengen van de effecten bij de beleggersbescherming van de Wet giraal effectenverkeer (Wge), waardoor investeerders worden beschermd tegen een mogelijke insolventie van een custodian.¹⁰⁴ In de EU opereren momenteel 19 CSD's.¹⁰⁵ Voor de registratie van zogenoemde Wge-aandelen is er binnen Nederland geen alternatief voor Euroclear Nederland, aangezien de wet Euroclear Nederland aanwijst als centraal instituut.¹⁰⁶ De markt voor registratie van eigendomsrechten op Nederlandse aandelen is daarom nationaal.

Dominante positie

Euroclear Nederland is door de minister van Financiën aangewezen als Nederlandse CSD. De wet spreekt overigens niet van slechts één centraal bewaarinstituut voor effecten in Nederland.¹⁰⁷ Desondanks biedt slechts één speler deze dienst aan.¹⁰⁸ Er is daarom sprake van een dominante positie gebaseerd op een de facto wettelijk monopolie.

Opgemerkt dient te worden dat een groot gedeelte van de effecten tegenwoordig is gedematerialiseerd.¹⁰⁹ Dematerialisatie houdt in dat er geen enkel onderliggend fysiek

stuk is. Daarnaast bestaan er ook zogenoemde *global notes*. Dit betekent dat alle stukken tot één fysiek stuk zijn gereduceerd, een verzamelstuk dat alle effecten van één fonds vertegenwoordigt.

Interoperabiliteit tussen CSD's zou het in principe voor institutionele investeerders en andere grote beleggers mogelijk kunnen maken al hun aandelen naar één CSD te verplaatsen. Via een directe link zou CSD A zogenaamde schaduweffecten kunnen creëren, in de zin van virtuele kopieën van aandelen die aan een andere CSD (CSD B) genoteerd zijn. Wanneer een aandeel door een transactie van eigenaar verandert, hoeft dit dan niet meer bij CSD B geregistreerd te worden, maar volstaat registratie van de transactie bij CSD A. In een dergelijk scenario zou er concurrentie kunnen ontstaan tussen CSD's.¹¹⁰

Mogelijke concurrentie voor de Nederlandse CSD komt daarnaast van het zogenoemde voordepot.¹¹¹ Dit voordepot staat onder beheer van een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling. De aangesloten instelling heeft in principe de mogelijkheid alle transacties in het voordepot af te handelen, buiten de CSD om.

Toetredingsbarrières

Overstapkosten

Voor de registratie van Nederlandse aandelen is overstappen naar een andere aanbieder niet mogelijk.

Wet- en regelgeving

Er is sprake van een de facto wettelijk monopolie voor een centraal instituut dat belast is met de registratie van effecten en de verzorging van het effectengiroverkeer voor de aangesloten instellingen. Een aangesloten instelling heeft bij verhandeling van Nederlandse aandelen geen keuze om deze te laten registreren anders dan via Euroclear Nederland. Aangezien elke lidstaat eigen wetgeving heeft voor de registratie door de nationale CSD, bestaan er verschillen tussen de nationale regelingen op het terrein van de juridische levering en vragen omtrent eigendomskwesties. Om nationale CSD's onderling te laten concurreren op het terrein van registratie, zouden eerst de verschillen op het gebied van wet- en regelgeving moeten worden weggenomen. Er bestaan al verbindingen (zogenoemde *bridges*) tussen de verschillende CSD's.¹¹² Registratie wordt daardoor evenwel nog niet onderworpen aan concurrentie (de wet voorkomt dit). Op dit moment wordt er binnen de EU nog niet gewerkt aan een eenvormig systeem met betrekking tot registratie.

Schaal- en netwerkeffecten

Vanwege de toenemende dematerialisatie en automatisering is registratie in beginsel in hoge mate schaalbaar. Doordat de registratie van effecten centraal bij één instituut plaatsvindt, is sprake van schaalvoordelen.

Verticale integratie

Registratiediensten zijn verticaal geïntegreerd met settlementdiensten.

Verzonken kosten

De kosten voor het opzetten van een registratiedienst zijn hoog. Om registratie aan te kunnen bieden moeten aanzienlijke investeringen plaatsvinden in IT-faciliteiten.

Conclusie

Het gegeven dat er sprake is van een de facto wettelijk monopolie en van grote verschillen in wet- en regelgeving tussen de lidstaten ten aanzien van registratie, zorgt voor een zeer lage concurrentiedruk.

Het de facto wettelijk monopolie verhindert dat er in Nederland nieuwe toetreders op de markt voor registratie van Nederlandse aandelen komen. Daarnaast belemmeren de aanwezigheid van schaal- en netwerkeffecten, de verticale integratie met settlementdiensten en de hoge verzonken kosten de toetreding. Deze markt (voorzover er van een markt sprake is) kwalificeert dan ook vanuit concurrentieoptiek als een markt met een hoog risico.

4.12 Conclusie

In tabel 4.1 zijn per deelmarkt de bevindingen ten aanzien van de toetredingsdrempels weergegeven. Duidelijk is dat er op de markten voor noteringsfaciliteiten, clearing, settlement en registratie hoge toetredingsbarrières aanwezig zijn. Dit in tegenstelling tot de markt voor transactiebemiddeling, waar nagenoeg geen toetredingsbarrières aanwezig zijn. De markten voor emissiediensten, handelsfaciliteiten en bewaring en beheer kennen wel toetredingsbarrières, alleen is de belemmerende invloed die daarvan uitgaat meer beperkt.

Tabel 4.1 Toetredingsbarrières in deelmarkten van de aandelensector

Toetredingsbarrières	Emissie-diensten	Noterings-faciliteiten	Transactie-bemiddeling	Handels-faciliteiten
<i>Overstapkosten</i>	Laag	Hoog	Laag	Middelmatig
<i>Wet- en regelgeving</i>	Middelmatig	Middelmatig	Laag	Middelmatig
<i>Schaal- en netwerkeffecten</i>	Middelmatig	Hoog	Middelmatig	Hoog
<i>Verticale integratie</i>	Middelmatig	Hoog	Middelmatig	Middelmatig
<i>Verzonken kosten</i>	Middelmatig	Middelmatig	Laag	Middelmatig

Toetredingsbarrières in deelmarkten van de aandelensector (vervolg)

Toetredingsbarrières	Clearing	Settlement	Bewaring en beheer	Registratie
<i>Overstapkosten</i>	Hoog	Hoog	Laag	Hoog
<i>Wet- en regelgeving</i>	Middelmatig	Hoog	Middelmatig	Hoog
<i>Schaal- en netwerkeffecten</i>	Hoog	Middelmatig	Middelmatig	Middelmatig
<i>Verticale integratie</i>	Hoog	Hoog	Middelmatig	Middelmatig
<i>Verzonken kosten</i>	Hoog	Hoog	Middelmatig	Hoog

In tabel 4.2 staan de conclusies met betrekking tot het risico op collusievorming voor de markten emissiediensten en bewaring en beheer weergegeven. In beide gevallen zijn per saldo de voorwaarden voor een stabiel kartel in (zeer) beperkte mate aanwezig. Zoals reeds eerder opgemerkt, hangt het al dan niet optreden van collusief gedrag niet alleen af van de marktstructuur. De genoemde risico-inschattingen kennen derhalve een substantiële mate van onzekerheid.

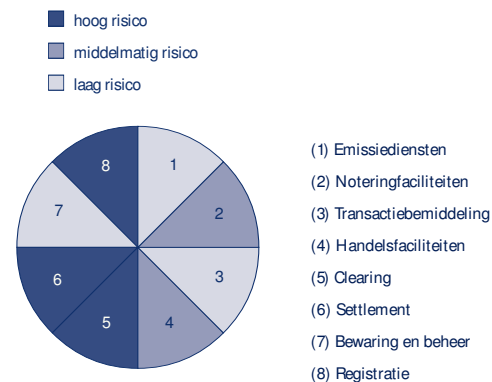
Tabel 4.2 Kans op stabiele collusievorming op twee deelmarkten van de aandelensector

	Emissiediensten	Bewaring en beheer
Contacten op meerdere markten	Hoog	Middelmatig
Homogeniteit kosten	Middelmatig	Middelmatig
Inkoopmacht	Middelmatig	Laag
Regelmaat en frequentie van orders	Laag	Hoog
Symmetrie van marktaandelen	Laag	Laag

In figuur 4.3 is – op basis van de analyse van de toetredingsbarrières en stabiliteit van mogelijke kartelvorming – aangegeven welke onderscheiden markten zich kenmerken door een hoog, middelmatig of laag risico. Zoals uit deze figuur blijkt, kennen de markten voor clearing, settlement en registratie een hoog risico vanuit concurrentieoptiek, de markten voor noteringsfaciliteiten en handelsfaciliteiten een middelmatig risico en de markten voor emissiediensten, transactiebemiddeling en bewaring en beheer een laag risico. De markten met een hoog en middelmatig risico worden alle als een nationale markt aangemerkt. Dit in tegenstelling tot de markten die vanuit concurrentieoptiek een laag risico kennen: deze hebben een internationaal karakter.

De NMa zal dan ook met speciale aandacht de ontwikkelingen en gedragingen van de marktpartijen op de markt voor clearing, settlement en registratie blijven volgen en waar nodig diepgaander onderzoeken.

Figuur 4.3 Risico-overzicht deelmarkten aandelensector



5 Productkoppelingen als overstapdrempel in de markt voor bankdiensten aan het MKB

5.1 Inleiding

Uit diverse binnenlandse en buitenlandse onderzoeken blijkt dat MKB-ondernemingen niet gemakkelijk of goedkoop kunnen switchen van bank.¹ Deze conclusie wordt veelal gekoppeld aan een vermeende negatieve invloed van overstapkosten op de concurrentie. Vanuit de markt heeft de MFS signalen ontvangen dat het bestaan van koppelingen tussen verschillende bancaire producten het overstappen zou belemmeren.

Naar aanleiding van dergelijke onderzoeken en signalen uit de markt heeft de MFS een onderzoek uitgevoerd naar drempels voor MKB-ondernemingen² om te switchen van bank. Hierbij is met name gekeken naar één soort overstapkosten: de koppeling tussen betaalrekeningen en andere bancaire producten. Veel bancaire producten lijken namelijk administratief gekoppeld te worden aan een betaalrekening, die hiermee een kapstokfunctie krijgt.

De centrale onderzoeksvraag luidt: leidt de aanwezigheid van koppelingen tussen betaalrekeningen van het MKB en aanvullende bancaire producten tot overstapdrempels die de concurrentie beperken? Het onderzoek valt in drie delen uiteen. In paragraaf 5.2 staat de vraag centraal of overstapkosten leiden tot beperking van de concurrentie. De paragrafen 5.3 en 5.4 gaan in op de vraag of het bestaan van productkoppelingen leidt tot overstapkosten. Paragraaf 5.5 stelt vast of er in de praktijk daadwerkelijk sprake is van koppelingen tussen betaalrekeningen en andere bancaire producten; dit aan de hand van een MFS-enquête onder MKB-ondernemers en banken.

5.2 Concurrentie en overstapkosten

Het feit dat het voor MKB-ondernemingen vaak niet eenvoudig is om te switchen van bank impliceert dat de overstapkosten relatief hoog zijn. De invloed van overstapkosten is niet uitsluitend zichtbaar in het aantal ondernemingen dat daadwerkelijk van bank verandert. Ook de dreiging van overstappen – het potentiële overstappen – wordt

erdoor beïnvloed. De dreiging van overstappen heeft dezelfde concurrentieprikkels tot gevolg als het daadwerkelijk overstappen door klanten.

Er zijn verschillende soorten overstapkosten, zoals zoekkosten, contractuele kosten, transactiekosten (waaronder ook de rompslomp om zaken te regelen) en psychologische drempels (onbekend maakt onbemind).³ Een specifieke vorm van overstapkosten wordt gevormd door de koppeling van producten door middel van pakketkortingen. In de volgende paragrafen gaan we dieper in op dit specifieke type overstapkosten. Eerst dient nog de vraag te worden beantwoord wat in het algemeen de gevolgen zijn van overstapkosten.

Overstapkosten creëren twee tegengestelde *incentives* voor aanbieders.⁴ De eerste prikkel heeft effect op de concurrentie ten aanzien van klanten die reeds een relatie hebben met een bepaalde aanbieder ('*ex-post* concurrentie'). Dit houdt een opwaartse druk in op de prijs die aan de gebonden⁵ klanten in rekening kan worden gebracht. De gedachte hierachter is dat de bestaande afnemers een enigszins hogere prijs voor lief zullen nemen, aangezien zij worden geconfronteerd met overstapkosten indien zij willen switchen van leverancier. Aan de huidige afnemers kunnen hierdoor hogere prijzen in rekening worden gebracht dan strikt noodzakelijk is om de kosten te dekken. De tweede prikkel is tegengesteld gericht en heeft effect op *ex-ante* concurrentie (dat wil zeggen de concurrentie om de gunst van afnemers die voor de eerste keer een aanbieder kiezen). Deze prikkel voor aanbieders is afgeleid van de eerste prikkel en is gebaseerd op het feit dat gebonden afnemers waardevol zijn voor aanbieders.⁶ Gevolg hiervan is een neerwaartse druk op de prijzen om zoveel mogelijk nieuwe klanten, die nog geen relatie hebben met een aanbieder, te binden. Het meest waargenomen prijspatroon in markten met overstapkosten staat in de economische literatuur bekend als *bargain then rip-off pricing*.⁷ Volgens dit prijspatroon zullen aanbieders eerst lage prijzen rekenen om een klantenkring op te bouwen, om vervolgens de prijzen te verhogen wanneer deze afnemers gebonden zijn. Indien aanbieders kunnen discrimineren tussen oude en nieuwe afnemers, dan zullen de prijzen voor nieuwe klanten lager zijn dan in een markt zonder overstapkosten en hoger voor reeds bestaande klanten.⁸

In de *Monitor financiële sector 2003* heeft de NMa aangegeven dat de concurrentie op de Nederlandse betaalmarkt met name plaatsvindt op het binnenhalen van nieuwe, intredende rekeninghouders zoals jongeren, studenten en startende ondernemingen.⁹ Er vindt dus minder concurrentie plaats om klanten die reeds een relatie hebben met een bepaalde aanbieder. Deze bevinding lijkt op het eerste gezicht in overeenstemming te zijn met de aanwezigheid van overstapkosten op deze markt(en).

Uit empirisch onderzoek van Kim, Kliger en Vale¹⁰ blijkt dat de overstapkosten van Noorse kredietnemers oplopen tot 4,1% van de totale lening. Dit percentage behelst zowel exogene overstapkosten (bijvoorbeeld administratieve rompslomp) als overstapkosten die worden gecreëerd door de relatie tussen bank en kredietnemer (zie paragraaf 5.4 over *relationship banking*). Deze bevindingen illustreren dat de incentives voor ondernemingen om te switchen van huisbankier beperkt zijn. Volgens hetzelfde onderzoek dragen overstapkosten in substantiële mate bij tot de winst van de bank.

5.3 Aard en effecten van productkoppelingen

Op het gebied van koppelingen maakt de economische literatuur onderscheid tussen *pure bundling*, *tying* en *mixed bundling*. Bij *pure bundling*, de meest extreme vorm van koppeling, zijn producten uitsluitend gezamenlijk verkrijgbaar. Zij vormen als het ware één product. Van *tying* is sprake indien een product (X) uitsluitend verkrijgbaar is in combinatie met een ander product (Y), terwijl het tweede product (Y) ook afzonderlijk verkrijgbaar is. Van *mixed bundling* wordt gesproken indien twee of meer verschillende producten zowel afzonderlijk als gezamenlijk verkrijgbaar zijn, waarbij geldt dat de prijs van het pakket lager is dan de optelsom van de prijzen van de afzonderlijke producten.

Voorts is bundling mogelijk door middel van harde en zachte koppelingen. Onder harde koppelingen worden verplichte (contractuele) voorwaarden vanuit de aanbieder verstaan. Met zachte koppelingen wordt bedoeld op (prijs)prikkels, waardoor de afnemer wordt gestimuleerd om producten gezamenlijk af te nemen.

De gevolgen van de koppeling van verschillende financiële producten zijn divers. In de eerste plaats zijn daar de eerder besproken mogelijk negatieve gevolgen van de koppeling van producten in hun hoedanigheid van overstapkosten. Ten tweede kunnen productkoppelingen deel uitmaken van het uitoefenen van misbruik van een economische machtspositie. Anderzijds kan een aanbieder door koppeling van producten scopevoordelen realiseren of schaalvoordelen met betrekking tot transactie- of verkoopkosten. Dit kan in lagere kosten resulteren, die in de vorm van lagere prijzen aan de klant kunnen worden doorgegeven. Ook kan de klant baat hebben bij productkoppelingen door verlaging van de zoekkosten. Tot slot kan het gekoppeld aanbieden van producten leiden tot een hogere afzet (in het voordeel van zowel aanbieders als klanten). Uit het bovenstaande volgt dat de totale welvaartseffecten van de gekoppelde verkoop van (financiële) producten niet eenduidig zijn.

5.4 Relationship banking als motief achter productkoppelingen

Door gebruik te maken van koppelingen en pakketaanbiedingen stimuleren de banken wat in de literatuur *relationship banking* wordt genoemd. Deze vorm van bankieren is er primair op gericht een langetermijnrelatie op te bouwen tussen bank en onderneming. Boot en Schmeits¹¹ laten zien dat zowel de bank als de onderneming baat heeft bij een langdurige relatie. Het voordeel voor de onderneming is dat deze toegang krijgt tot langetermijnfinancieringsbronnen, terwijl de bank is gebaat bij langetermijncontracten die inzicht geven in de financiële huishouding van de desbetreffende onderneming. Dit gebeurt vooral door observatie van het verkeer op de betaalrekening. Op basis van deze informatie kan de bank een *track-record* samenstellen voor een individuele onderneming, waardoor de informatieasymmetrie tussen bank en ondernemer afneemt. De bank kan op basis van deze informatie zo nodig vroegtijdig ingrijpen en hij verwerft tevens meer inzicht in haar eigen kredietrisico.

Alternatief voor relationship banking is *transaction banking*, waarbij de verschillende financiële producten afzonderlijk worden verkocht. Er is dan niet zozeer sprake van een focus op een langdurige relatie, als wel op losse, in principe eenmalige transacties. Bij transaction banking maakt een bank geen gebruik van harde of zachte koppelingen. Aangezien banken onder transaction banking over minder informatie beschikken (een betaalrekening is niet verplicht voor het afnemen van een krediet) is het aannemelijk dat de risico's bij transaction banking hoger zijn dan bij relationship banking. Hier staat tegenover dat er onder transaction banking door de bank geen kosten worden gemaakt voor monitoring van de betaalrekening van de desbetreffende onderneming.

In het geval van het MKB lijken de Nederlandse banken vooral uit te gaan van het relationship-bankingmodel. De accountmanager speelt in dit model een belangrijke rol.¹² Hierin verschilt het MKB van het grootbedrijf. Voor ondernemingen uit het grootbedrijf is het over het algemeen eenvoudiger om te shoppen. Reden hiervoor is dat over deze ondernemingen in de regel meer openbare informatie voorhanden is (onder andere door middel van *credit rating* en een gedetailleerd jaarverslag), waardoor de koppeling van krediet- en betaalproducten voor banken minder belang krijgt. Ook kan het grootbedrijf vanwege schaalvoordelen vaak meer expertise inzetten om bankdiensten in te kopen. Het grootbedrijf leent zich derhalve meer voor transaction banking dan het MKB. Daarnaast heeft het grootbedrijf, in tegenstelling tot het MKB, vaak rechtstreeks toegang tot de kapitaalmarkt.

Een nadelig effect van relationship banking is dat de scherpste van de concurrentie kan afnemen en daarmee het prijsniveau kan toenemen. Het verschijnsel dat ondernemingen enerzijds gebaat zijn bij een langdurige financiële relatie met een bank (dat zou immers de toegang tot kredietverlening vergemakkelijken) en anderzijds hierdoor afhankelijker worden van deze bank, waardoor de prijzen mogelijk tot boven competitief niveau kunnen toenemen, wordt in de literatuur de *relationship puzzle* genoemd.¹³ Voorzover ondernemingen met betrekking tot de financiële dienstverlening kiezen voor een langdurige relatie met één bank (en daarmee voor relationship banking) lijkt de zekerheid van een mogelijk relatief duur krediet te prevaleren boven de onzekerheid van een goedkoper krediet.

Bij relationship banking neemt de afhankelijkheid van de huisbankier toe, omdat deze in tegenstelling tot zijn concurrenten inzicht verkrijgt in de interne financiële huishouding van de desbetreffende onderneming. Concurrenten van de huisbankier zijn zich hiervan bewust en rekenen mogelijk een hogere risico-opslag dan de huisbankier, aangezien zij bepaalde informatie over de interne financiële huishouding ontberen.¹⁴ Ook hierdoor wordt het overstappen van een onderneming naar een andere huisbankier minder aantrekkelijk.

Voorts werkt relationship banking averse selectie in de hand. Dit betekent dat er een *mismatch* ontstaat tussen het risicoprofiel waarop de condities van het product zijn gebaseerd en het feitelijke risicoprofiel van de klant. Andere banken dan de huisbankier weten immers dat de huisbank en de onderneming gebaat zijn bij een langdurige relatie en dat de huisbank meer inzicht heeft in de interne financiële huishouding van de onderneming dan zijzelf. Vanuit dit perspectief bezien is het aannemelijk dat concurrerende banken het switchen van huisbankier negatief zullen interpreteren. De kans is vrij groot dat de ondernemer die wil switchen een slechter dan gemiddeld risicoprofiel heeft. De hogere risico-opslag van de concurrerende banken lijkt daarmee extra gerechtvaardigd, terwijl zij feitelijk ook een drempel opwerpt voor minder risicovolle ondernemingen om over te stappen naar een andere bank.¹⁵

Onderzoek naar banking services in het Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk is onderzoek gedaan naar het aanbod van bancaire producten aan het Britse MKB.¹⁶ Uit dit onderzoek blijkt dat circa tweederde van de nieuwe MKB-ondernemingen een zakelijke rekening opent bij de bank waar tevens de persoonlijke rekening wordt aangehouden.¹⁷ Het gecombineerde aanbod van zowel

particulier als zakelijk bankieren is derhalve van groot belang voor de aanwas van nieuwe MKB-klanten.

Driekwart van de ondervraagde MKB'ers is het eens met de stelling dat een langetermijnrelatie met een bank belangrijk is, aangezien hierdoor makkelijker toegang tot *funding* wordt verkregen. De banken benadrukken het belang van *relationship managers*. Zij vergemakkelijken de verstrekking van leningen, monitoren de mogelijkheid om terug te betalen en zijn van belang bij de *cross-selling* van andere financiële producten. Ook uit dit onderzoek komt derhalve het belang van relationship banking duidelijk naar voren.

Een van de belangrijkste karakteristieken van de markt voor bancaire producten voor het MKB is dat slechts in zeer beperkte mate wordt geswitcht van bank. Zo blijkt uit het onderzoek dat slechts 23% van alle ondervraagde MKB-bedrijven ooit is overgestapt naar een andere bank. Veel ondernemers geven aan dat het proces van overstappen complex is, onzeker en zelfs wordt gereked door de banken. Belangrijkste redenen voor ontevreden afnemers om niet over te stappen zijn: de *hassle-factor*, de tijd die het overstappen in beslag neemt en de angst dat cruciale betalingen worden gemist.¹⁸

Om het switchen van bank te bevorderen en de sterke positie van banken ten opzichte van het MKB aan banden te leggen, is in het Verenigd Koninkrijk een aantal maatregelen genomen.¹⁹ Zo zijn Britse huisbanken bijvoorbeeld verplicht om op verzoek van de klant de *credit history*²⁰ van een onderneming te overleggen aan een concurrerende bank en is tevens een *price cap* ingevoerd. Door de *price cap* ontvangen ondernemingen een minimale rentevergoeding over positieve saldi op de betaalrekening, of zijn zij vrijgesteld van transactiekosten voor de belangrijkste betaaldiensten die via de zakelijke betaalrekening worden uitgevoerd.

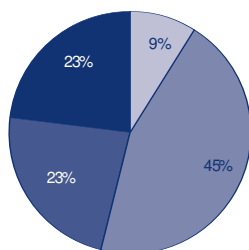
Een grote meerderheid van de Britse MKB-klanten blijkt zowel een lening als een betaalrekening af te nemen. In een minderheid van de gevallen is het aanhouden van een betaalrekening een verplichting voor het verkrijgen van een lening.²¹ Daarnaast wordt er gewerkt met prijsprikkels, zoals pakketkortingen, om MKB-klanten meerdere bankproducten af te laten nemen.

5.5 MFS-onderzoek naar productkoppelingen

Enquête onder MKB-ondernemingen

De MFS heeft begin 2004 een korte enquête gehouden over de keuze voor een specifieke bank, het shopgedrag en de koppeling van financiële producten aan de betaalrekening. De enquête is via MKB-Nederland en de bij haar aangesloten brancheorganisaties aselect uitgezet in de breedte van het MKB. Er zijn binnen de daarvoor gestelde termijn 92 vragenlijsten ingevuld retour ontvangen. De variatie in de bedrijven waarvan vragenlijsten zijn terugontvangen is hoog: van winkels en groothandels tot industriële ondernemingen en zakelijke dienstverleners, en van eenmanszaken tot bedrijven met enkele honderden werknemers. Blijkens opmerkingen onderaan de vragenlijst zijn er onder de respondenten zowel bedrijven die tevreden zijn over hun bankrelatie als bedrijven voor wie dat niet opgaat. Met enkele van de reagerende MKB-ondernemingen is telefonisch contact opgenomen om meer achtergrondinformatie te verkrijgen.

Figuur 5.1 Shopgedrag van het MKB inzake bankrelaties

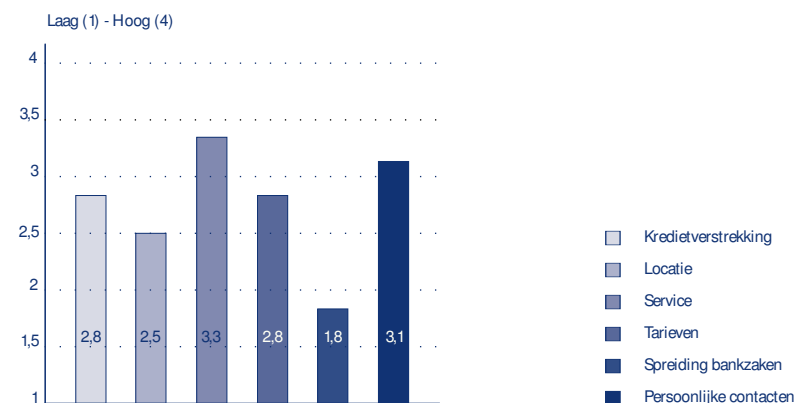


- Vrijwel voortdurend op zoek naar de beste deal
- Vrijwel nooit, een eenmaal ingezette bankrelatie blijft in principe voor altijd
- Soms, vooral in geval van grote financiële veranderingen (bijv. aanvragen van een bedrijfskrediet)
- Soms, vooral in geval van fouten of slechte service

Uit figuur 5.1 blijkt dat ondernemingen uit het MKB met betrekking tot bancaire diensten niet veel shoppen. Als er al wordt geshopt, dan is prijs meestal niet de voornaamste drijfveer. Voorts valt op dat MKB-ondernemingen even vaak shoppen naar aanleiding van grote financiële veranderingen (bijvoorbeeld het aanvragen van een bedrijfskrediet) als naar aanleiding van fouten of slechte service.

Service en persoonlijke contacten worden het meeste aangegeven als overweging om een bepaalde bank te kiezen (figuur 5.2). Spreiding van bankzaken (hetgeen bijvoorbeeld kan worden gedaan om aanbieders enigszins tegen elkaar uit te spelen bij het onderhandelen over tarieven) scoort het laagst. Ook hier komt dus het beeld naar voren dat ondernemingen uit het MKB niet primair prijsscopers zijn als het gaat om hun bankrelatie.

Figuur 5.2 Waarom wordt het MKB-bedrijf klant bij een bank?



Tabel 5.1 Top-vijf van producten waarbij koppeling met de zakelijke betaalrekening verplicht is

- 1 Binnenlands betalingsverkeer
- 2 Rekening-courantkrediet
- 3 Kasgeldstortingen
- 4 Bedrijfspaarrekeningen
- 5 Middellang krediet

Volgens tabel 5.1 blijken vooral betaalproducten en kredietproducten gekoppeld te zijn aan de betaalrekening. Ook handelsfinanciering en bankgaranties scoren hoog op deze lijst. In de telefonische interviews geven MKB-ondernemers aan dat zij geen moeite hebben met deze koppelingen en dat zij deze beschouwen als 'gebruikelijk in het zakelijke verkeer'.

Tabel 5.2 Top-vijf van producten waarbij koppeling met de zakelijke betaalrekening niet verplicht is

- 1 Factoring
- 2 Leasing van het wagenpark
- 3 Leasing van bedrijfsmiddelen
- 4 Deelname aan het eigen vermogen
- 5 Kluisjes

Uit tabel 5.2 blijkt dat asset based finance²² (waarvoor niet zozeer het gedrag van de debiteur, maar wel de waarde van het onderpand van belang is)²³ en niet-bancaire dienstverlening het laagste scoren wanneer het gaat om de koppeling aan de betaalrekening. Ook voor pensioenen en verzekeringen, bemiddeling bij fusies en overnames en aan- en verkoop van vreemde valuta's is volgens een grote meerderheid van de geënquêteerden een zakelijke betaalrekening niet verplicht.

Tabel 5.3 Top-vijf van producten met grote bankafhankelijkheid

- 1 Rekening-courantkrediet
- 2 Middellang krediet
- 3 Handelsfinanciering
- 4 Bankgaranties
- 5 Binnenlands betalingsverkeer

Het MKB voelt zich over het algemeen niet erg afhankelijk van de huisbank. Uiteraard is dit een kwestie van perceptie. Het gevoel van afhankelijkheid is echter wel van belang voor de mate waarin zij (menen te) kunnen onderhandelen over prijzen en condities. Indien ondernemingen uit het MKB zich afhankelijk voelen, dan heeft dit vooral betrekking op kredietproducten (zie tabel 5.3). Dat kan betekenen dat de banken bij deze producten het beste in staat zijn om te eisen dat ook andere producten worden afgenomen.

Onderzoek onder banken

De MFS heeft niet alleen het MKB benaderd. Ook aan acht Nederlandse algemene banken is gevraagd aan te geven welke bankproducten vast onderdeel zijn van een arrangement of pakket en voor welke bankproducten het aanhouden van een zakelijke betaalrekening verplicht is.²⁴ Alle banken hebben de vragenlijst ingevuld geretourneerd. Ook is met enkele banken telefonisch contact opgenomen voor het verkrijgen van extra achtergrondinformatie.

Geen enkel bancair product is bij enige bank alleen als onderdeel van een pakket/ arrangement te verkrijgen. Er is derhalve geen sprake van pure bundling.

Tabel 5.4 Producten waarvoor alle banken het aanhouden van een betaalrekening verplicht stellen

- 1 Binnenlands betalingsverkeer
- 2 Buitenlands betalingsverkeer
- 3 Rekening-courantkrediet

Alle banken geven aan dat de koppeling met een betaalrekening voor de in tabel 5.4 genoemde bankproducten per definitie aanwezig is. Voor de uitvoering van de bedoelde dienstverlening is een betaalrekening noodzakelijk. Een aantal banken geeft in een toelichting aan dat er niet per se sprake hoeft te zijn van een betaalrekening bij dezelfde bank, c.q. dat het ook om een relatief inactieve rekening kan gaan.

Tabel 5.5 Producten waarvoor de meeste banken het aanhouden van een betaalrekening verplicht stellen

- 1 Creditcard
- 2 Pincontracten
- 3 Kasgeldstortingen

De meeste banken stellen in hun motivering met betrekking tot de in tabel 5.5 genoemde producten dat het uit hoofde van de aard van de dienstverlening noodzakelijk is dat de klant een betaalrekening heeft, maar dat deze eventueel bij een andere bank kan worden afgenomen. In dat geval wordt dus niet per se een koppeling

bedoeld met een betaalrekening bij dezelfde bank. Een aantal banken geeft aan vanuit risicobewaking een betaalrekening verplicht te stellen bij creditcards.

Tabel 5.6 *Producten waarvoor de helft of een minderheid van de banken het aanhouden van een betaalrekening verplicht stelt*

- 1 Kleingeld
- 2 Kluisjes
- 3 Handelsfinanciering
- 4 Aan- en verkoop vreemde valuta's
- 5 Middellang krediet
- 6 Hypothecair krediet
- 7 Deposito's
- 8 Bedrijfsspaarrekeningen
- 9 Bankgaranties
- 10 Factoring
- 11 Cash management en treasury services
- 12 Company creditcards
- 13 Privé-betaalrekening DGA/ zelfstandig ondernemer

Het is opvallend dat er veel producten zijn die door sommige banken aan een betaalrekening worden gekoppeld, maar door andere banken niet. Er worden voor de in tabel 5.6 genoemde producten drie typen argumenten aangevoerd om de koppeling aan de betaalrekening te motiveren:

- risicobeheer/ veiligheid (company creditcards, kluisjes en kredietproducten);
- product wordt niet gezien als kernactiviteit (kleingeld, vreemde valuta's):
“Wij zijn geen wisselkantoor”;
- de aard van de dienstverlening (cash management en treasury services, betaaldiensten, kredietproducten).

Het feit dat de banken ten aanzien van deze producten geen uniform beleid voeren, is een aanwijzing dat de genoemde argumenten geen dwingend karakter hebben. Commerciële motieven zouden bijvoorbeeld ook een rol kunnen spelen.

Uit de met de banken gevoerde achtergrondgesprekken is naar voren gekomen dat banken globaal gezien een tweesparenbeleid hanteren voor de verstrekking van een krediet:

- 1 Bij dekking door zekerheden, zoals verpanding van voorraden, hoofdelijke borgstelling, hypothecair krediet enzovoort, zou het niet nodig zijn dat een ondernemer zijn complete financiële huishouding (= actieve betaalrekening) onderbrengt bij de kredietverlenende bank.
- 2 Bij kredieten die niet (volledig) gedekt zijn door zekerheden worden deze verstrekt op basis van ratio's die een beeld geven van de gezondheid van het bedrijf (bijvoorbeeld solvabiliteit en liquiditeit). In deze gevallen kan de bank vanuit risicobeheersing verlangen dat de omzet via een rekening bij dezelfde instelling verloopt.

Verder is aangegeven dat verpanding van debiteuren als zekerheid kan dienen bij de financiering van werkkapitaal (in de regel door middel van een rekening-courantkrediet). Dit leidt door de grotere mate van zekerheid voor de bank en mogelijk ook tot een beter tarief (namelijk lagere risico-opslag) voor de onderneming. Verpanding van debiteuren vereist in de regel dat de omzet via een betaalrekening loopt bij de kredietverlenende bank.

5.6 Conclusie

Uit de enquêtes komt naar voren dat er vooral sprake is van koppelingen ten aanzien van betaaldiensten en kredietverlening. Dit zijn productgroepen waar ondernemers een relatief hoge afhankelijkheid voelen ten opzichte van hun bank. Alleen in het geval van betaaldiensten stellen alle banken om operationele redenen het aanhouden van een betaalrekening verplicht. Voor alle overige producten is het beeld niet uniform en is er altijd minimaal één bank die het product aanbiedt zonder de verplichting ook een betaalrekening aan te houden.

Na betaaldiensten zijn kredieten de productsoort waarbij het vaakst wordt verlangd dat ook een betaalrekening wordt aangehouden. Dit is te verklaren uit de theorie rond relationship banking. Door het aangaan van een brede en bestendige relatie wordt de informatieasymmetrie tussen kredietgever en kredietnemer verkleind en het risico van het krediet verlaagd. Dit betekent dat een bank eerder geneigd zal zijn een krediet te verstrekken. Anderzijds kan relationship banking en de daarmee gepaard gaande productkoppelingen leiden tot vermindering van de ex-post concurrentie door het creëren van extra overstapkosten.

De keuze voor relationship banking impliceert dus een dilemma voor de ondernemer omdat het weliswaar de kans op een krediet vergroot, maar anderzijds de kosten

daarvan mogelijk ook opdrijft. Het beeld dat uit de enquêtes naar voren komt, is dat MKB-ondernemers over het algemeen geen shoppers zijn die vooral uit zijn op de scherpste prijs. Andere overwegingen blijken belangrijker te zijn. Dit betekent dat men overwegend de zekerheid van een bancaire relatie verkiest boven de kostenefficiëntie ervan.²⁵ Over het algemeen voelen ondernemers zich niet afhankelijk van hun bank. Dit wijst erop dat de banken hun MKB-klienten niet dwingen tot het afnemen van (gekoppelde) producten.

Het blijkt dus dat de onderzochte productkoppelingen kunnen leiden tot overstapdrempels die mogelijk een negatief effect hebben op de concurrentie. Vanuit het perspectief van de MKB-ondernemer worden deze potentiële negatieve effecten echter gecompenseerd door andere positieve effecten. De bevindingen geven dan ook geen aanleiding voor vervolgonderzoek in deze richting.

6 Internationale vergelijking van pinmarkten

6.1 Inleiding

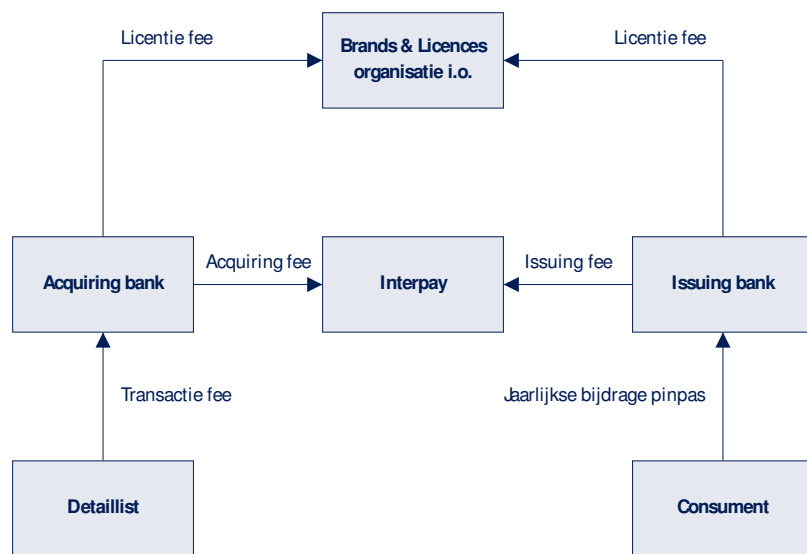
De markt voor pinbetalingen¹ is complex. Het beschrijven van de concurrentie in deze markt vergt zorgvuldige analyse. Een internationale vergelijking van marktstructuren kan hierbij een nuttige rol vervullen. Dit hoofdstuk biedt een vergelijking op hoofdlijnen van de structuur van de Nederlandse, Engelse en Duitse pinmarkt. Hierbij wordt onder meer gekeken naar het type en aantal marktpartijen en de mate van onderlinge samenwerking. De opvallendste verschillen worden vervolgens kort geanalyseerd.

Een pintransactie verloopt in een notendop als volgt. Om te beginnen is er een partij, de *issuer*,² die de consument voorziet van een pinpas. Daarnaast is er een *acquirer* bij wie de detaillist een contract moet afsluiten om betalen met pin mogelijk te maken. Ook dient de detaillist een of meer betaalautomaten aan te schaffen of te huren. Nadat een klant zijn pinpas door de betaalautomaat van de detaillist heeft gehaald, vindt er transport van transactiedata plaats om de transactie te autoriseren. Bij de autorisatie kan bijvoorbeeld gekeken worden of de klant over voldoende saldo beschikt en of de pas niet gestolen is of om een andere reden is geblokkeerd. Het proces om de informatiestromen rond een pintransactie naar de juiste partijen te leiden, wordt *switching* genoemd. Als alles in orde is bevonden, vindt de transactie plaats. Als de bank van de klant niet dezelfde is als die van de detaillist, dan is er sprake van een openstaande positie tussen de banken. De schuldposities tussen banken worden regelmatig gesaldeerd (*clearing*) door een clearinginstelling. De laatste stap in het proces is *settlement*, het feitelijk bij- en afboeken van de na clearing openstaande posities tussen de banken. De settlementinstelling is hier verantwoordelijk voor.

6.2 De Nederlandse pinmarkt

Figuur 6.1 geeft een overzicht van het huidige Nederlandse pinbetalingssysteem.

Figuur 6.1 De Nederlandse pinmarkt



Het uitgeven van pinpassen (*issuing*) wordt in Nederland gedaan door de banken. De consument moet voor zijn pinpas een jaarlijkse bijdrage betalen. Sinds maart 2004 wordt *acquiring* ook gedaan door de banken; voorheen liep dit via Interpay. De detailist betaalt een tarief per transactie aan de acquiring bank en bij de meeste banken ook een vast abonnementsstarief. De acquiring bank is vrij om deze tarieven te bepalen. Om in Nederland issuing- en acquiringactiviteiten te mogen uitoefenen, moeten de banken een licentie verkrijgen bij de Brands & Licenses-organisatie in oprichting (een afsplitsing van Interpay).³ Deze organisatie stelt ook de (technische) standaarden vast waaraan betaalautomaten moeten voldoen. Betaalautomaten worden in Nederland geleverd door gespecialiseerde bedrijven, zoals CCV en Alpha. In Nederland worden switching en clearing van pintransacties momenteel alleen gedaan door Interpay. Van de betaalautomaat van de winkelier gaan de transactiedata eerst naar Interpay, die deze vervolgens doorstuurt naar de desbetreffende bank.

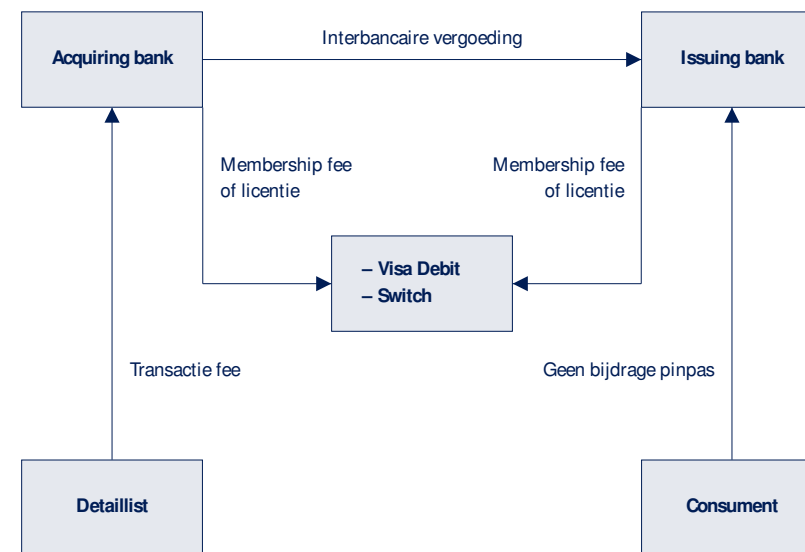
Issuing en acquiring banken betalen een fee aan Interpay voor geleverde diensten. Settlement van pintransacties wordt gedaan door DNB.

Interpay is de enige partij in Nederland die netwerkdiensten zoals switching aanbiedt voor pintransacties. Het tarief dat voor pintransacties aan detailisten in rekening wordt gebracht is internationaal gezien laag.⁴ Overigens moet opgemerkt worden dat door verschillen in betalingssystemen een geheel zuivere vergelijking van pintarieven niet mogelijk is. De penetratiegraad van pinbetalingen is in Nederland het hoogst van de drie onderzochte landen, zowel gemeten naar het aantal jaarlijkse transacties per pinpas als naar het aantal transacties per pinpas vergeleken met andere betaalwijzen.⁵

6.3 De Engelse pinmarkt

Figuur 6.2 geeft een overzicht van het Engelse pinbetalingssysteem.

Figuur 6.2 De Engelse pinmarkt



In tegenstelling tot Nederland zijn er in Engeland twee concurrerende pinbetalingssystemen, Visa Debit en Switch. Beide systemen bieden bovendien twee verschillende soorten pinpassen aan. De eerste soort is vergelijkbaar met de pinpas die we in Nederland kennen en kan ook worden verstrekt aan klanten die niet altijd over voldoende saldo beschikken. Voor transacties die worden gemaakt met deze pinpas vindt altijd autorisatie plaats. De tweede soort wordt alleen aan relatief 'veilige' klanten verstrekt. Voor transacties met deze pinpas vindt niet altijd autorisatie plaats.

Issuing van pinpassen wordt in Engeland gedaan door banken. De consument hoeft geen bijdrage te betalen voor zijn pinpas. Acquiring wordt ook door de banken verzorgd. De winkelier moet een bedrag per transactie betalen. Dit bedrag wordt in overleg tussen de winkelier en zijn bank vastgesteld. Om als bank acquiring- en issuingdiensten te mogen aanbieden moet men een licentie hebben van het desbetreffende pinbetalingssysteem of van beide als men twee systemen wil kunnen aanbieden. In beide systemen is sprake van een interbancaire vergoeding van de acquirer aan de issuer die in onderhandeling wordt vastgesteld. In de praktijk blijkt echter dat in meer dan 90% van de gevallen de multilateraal afgesproken interbancaire vergoeding (MIV) wordt gehanteerd.⁶ De MIV is de interbancaire vergoeding die het systeem vaststelt als de acquirer en de issuer niet tot onderlinge overeenstemming komen. De achtergrond van het bestaan van een interbancaire vergoeding is dat banken meer geld voor het pinnen kunnen vragen aan detaillisten dan aan consumenten. Omdat sommige banken een groter marktaandeel hebben onder detaillisten en andere banken juist onder consumenten, zou het aanbieden van pinnen profijtelijk zijn voor de eerste groep banken, maar veel minder voor de tweede groep. Om deze asymmetrie, die een goede werking van de markt kan belemmeren, op te heffen, wordt een interbancaire vergoeding afgesproken.⁷

Het Visa Debit-systeem is verantwoordelijk voor switching, clearing en settlement van pintransacties. Hiervoor moeten de banken aan Visa een bedrag betalen. Het Switch-systeem is in tegenstelling tot Visa geheel bilateraal. Dat wil zeggen dat alle issuing banken zijn verbonden met alle acquiring banken. De banken hebben elk een eigen switch functie, er is dus geen 'centraal knooppunt'. Ook clearing en settlement van transacties vinden op een bilaterale basis plaats. In de komende jaren wordt het Switch-merk vervangen door het Maestro-merk van MasterCard. Er zal dan ook gebruik worden gemaakt van het netwerk van MasterCard voor switching, clearing en settlement van pintransacties.

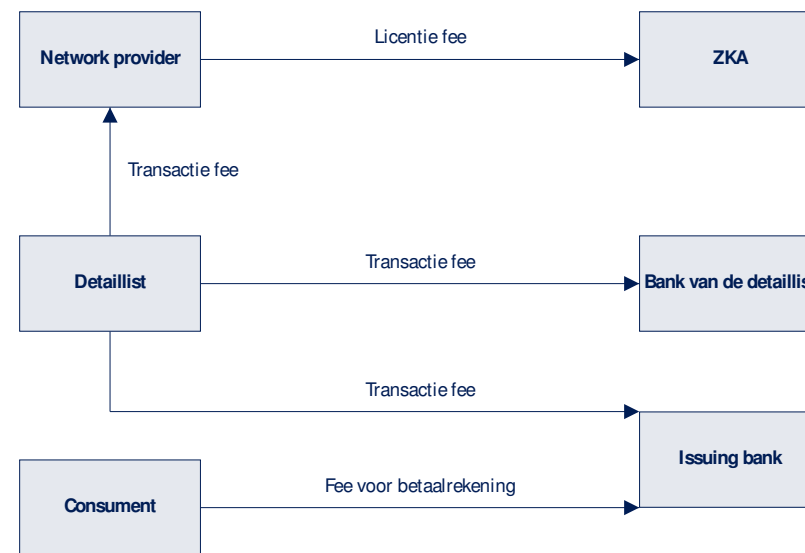
Betaalautomaten worden in Engeland geleverd via de acquiring banken.

Er zijn in Engeland zoals gezegd twee aanbieders van netwerkdiensten. Het tarief dat voor pintransacties aan detaillisten in rekening wordt gebracht is (gering) hoger dan in Nederland, maar internationaal gezien laag. De penetratiegraad van pinbetalingen is in Engeland hoger dan in Duitsland, maar lager dan in Nederland.

6.4 De Duitse pinmarkt

Figuur 6.3 geeft een overzicht van het Duitse pinbetalingssysteem.

Figuur 6.3 *De Duitse pinmarkt*



Het Duitse pinbetalingssysteem verschilt in sterke mate van de pinbetalingssystemen van Nederland en Engeland. Een detaillist in Duitsland betaalt in principe aan drie verschillende partijen een vergoeding voor het kunnen accepteren van pinbetalingen. Ten eerste moet hij een contract afsluiten met de zogenoemde *network provider*. Deze laatste is verantwoordelijk voor de switching van pintransacties. Eind 2002 waren er in Duitsland 24 network providers,⁸ die elk een ander servicepakket aanboden. Een network provider moet een licentie hebben van het Zentraler Kreditausschuss (ZKA). Deze kan zowel aan financiële als niet-financiële instellingen worden verleend. De

network providers zijn niet onderling verbonden, maar zijn alle gekoppeld aan het centrale bancaire autorisatiesysteem. Detaillisten hoeven zo maar met één network provider zaken te doen. Behalve het verlenen van licenties aan network providers is het ZKA ook verantwoordelijk voor het vaststellen van de (technische) standaarden waaraan de betaalautomaten van de winkeliers moeten voldoen. Betaalautomaten worden in Duitsland geleverd via de acquirers (de network providers). Ten tweede moet de detaillist een bedrag betalen voor clearing en settlement van pintransacties, wat gebeurt door zijn eigen bank. Ten slotte moet de detaillist ook een bedrag per pintransactie betalen aan de issuer. Dit laatste bedrag is door de banken samen vastgesteld en hangt af van welke pinbetalingmethode gebruik wordt gemaakt. In Duitsland bestaan meerdere pinbetalingmethoden die zich onder meer onderscheiden door de verificatiemethode (pincode, handtekening enzovoort) en of er wel of geen sprake is van betalingsgarantie aan de winkelier. In alle gevallen betaalt de winkelier dit laatste bedrag niet direct aan de issuer, maar via de network provider. Een van de gehanteerde pinsystemen, ELV (Elektronische Lastschriftverfahren/ electronic direct debit), is opgezet door de detaillisten zelf, zonder achterliggende overeenkomst met de banken. Met 61% van alle pintransacties is dit systeem het grootste van Duitsland.

Een Duitse consument hoeft geen apart bedrag voor zijn pinpas te betalen, maar wel voor het aanhouden van een betaalrekening met de bijbehorende dienstverlening.

De som van de tarieven die voor pintransacties aan detaillisten in rekening wordt gebracht is duidelijk hoger dan in Nederland en Engeland, en internationaal gezien middelmatig. Het verschil met deze beide landen wordt vooral veroorzaakt door het tarief dat Duitse detaillisten moeten betalen aan hun network provider. De penetratiegraad van pinbetalingen is in Duitsland het laagste van de drie onderzochte landen, zowel gemeten naar het aantal jaarlijkse transacties per pinpas als naar het aantal transacties per pinpas vergeleken met andere betaalwijzen.

6.5 Analyse en conclusies

De hiervoor gepresenteerde Europese vergelijking laat zien dat er meerdere marktstructuren voor pinbetalingen bestaan. Terwijl Nederland slechts één pinbetalingssysteem kent, bestaan er in Duitsland en Engeland meerdere systemen naast elkaar.

Een interessante bevinding die uit de Duitse situatie naar voren komt, is dat banken niet altijd noodzakelijk zijn voor het ontwikkelen van een elektronisch betalingssysteem.

In Duitsland zijn immers de detaillisten de initiatiefnemers geweest van het, afgemeten aan het relatief grote aantal pintransacties, succesvolle ELV-systeem.

Er zijn naast concurrentie nog vele andere factoren die de efficiëntie en het prijsniveau in de markt bepalen. Men kan hierbij denken aan de omvang van de markt, de penetratiegraad van het betaalinstrument pin ten opzichte van andere betaalinstrumenten en preferenties van de detaillist en de consument. Ook de historie van het betalingssysteem als geheel is in hoge mate bepalend voor het prijsniveau van pinbetalingen. Zo zijn detaillisten in landen waar cheques en creditcards nog steeds veel worden gebruikt vaak duurder uit dan hun collega's in landen waar in een vroegtijdig stadium is ingezet op elektronische toonbankinstrumenten.

De resultaten van deze internationale vergelijking van marktstructuren voor pinbetalingen hebben de belangstelling gewekt van collega-mededingingsautoriteiten. Mogelijk dat het komende jaar in samenwerking met collega-autoriteiten het onderzoek wordt uitgebreid met andere landen.

7 Verwevenheid in de Nederlandse financiële sector en de mededingingswetgeving

7.1 Inleiding

Als concurrerende ondernemingen onderling verweven zijn, dan kan dat van invloed zijn op de concurrentie tussen deze ondernemingen. Het onderwerp verwevenheid staat daarom in toenemende mate in de belangstelling van de mededingingsautoriteiten.¹ De bestuurlijke verwevenheid binnen de financiële sector komt een aantal malen voor in de beschikkingenpraktijk van de Europese Commissie.² Het doel van dit hoofdstuk is aan te geven in hoeverre de Nederlandse financiële sector is verweven en wat daarvan de consequenties zijn voor het mededingingstoezicht door de NMa. Om dat te kunnen doen, start dit hoofdstuk met een uitleg van het begrip verwevenheid en een bespreking van de verschillende vormen van verwevenheid en hun mededingingsrechtelijke en economische onderbouwing. Daarna volgt een analyse van de mate van verwevenheid van de financiële sector in Nederland. Het hoofdstuk eindigt met een bespreking van de wijze waarop de NMa de verworven inzichten kan toepassen op grond van de Mededingingswet.

7.2 Wat is verwevenheid?

Met verwevenheid in een sector wordt bedoeld op verschillende vormen van samenhang – verbindingen tussen concurrenten (*structural links*) – binnen die sector. Vanuit mededingingsoptiek is het uiteraard relevant onderscheid te maken tussen de vormen van samenhang die mogelijk schadelijk zijn voor de concurrentie en vormen die dat niet zijn. De Mededingingswet biedt hiertoe meerdere aanknopingspunten. Artikel 26 van de Mededingingswet verstaat, in het kader van het concentratietoezicht, onder zeggenschap de mogelijkheid om op grond van feitelijke of juridische omstandigheden een beslissende invloed uit te oefenen op de activiteiten van de onderneming.

Invloed is op te vatten als een graduele grootheid, een onderneming beschikt immers over meer of over minder invloed op het commerciële en strategische beleid van een andere onderneming. Zeggenschap kent daarentegen geen gradaties: een onderneming heeft wel of geen zeggenschap. Zodra er zoveel invloed is dat deze beslissend is, is er

sprake van zeggenschap. Beslissende invloed kan zowel op grond van juridische als op grond van feitelijke omstandigheden totstandkomen.³

Verwevenheid omvat verschillende vormen van invloedsuitoefening tussen ondernemingen, variërend van matige invloed tot beslissende invloed (zeggenschap). In de literatuur worden de volgende vormen onderscheiden: de passieve (financiële) minderheidsdeelneming, *interlocking directorships* en (informele) overlegstructuren. Deze vormen van verwevenheid hebben in potentie mededingingsbeperkende effecten. In de beschikkingenpraktijk van de NMa en de Europese Commissie komen met name de eerste twee vormen voor. Hierna zal verder worden ingegaan op de, in potentie, mededingingsbeperkende effecten van deze vormen van verwevenheid.

Passieve (financiële) minderheidsdeelnemingen

Indien een onderneming een minderheidsdeelneming heeft in andere bedrijven die op dezelfde markt actief zijn, vloeien uit deze deelnemingen winsten of verliezen voort die direct zijn gerelateerd aan de winsten of verliezen die deze concurrenten maken. Klanten die verloren gaan als gevolg van een prijsverhoging kunnen bij concurrenten terecht komen en de extra winst die de concurrent hierdoor boekt vloeit via de deelnemingen terug in eigen zak. Via hetzelfde mechanisme gaan klanten die worden binnengehaald als gevolg van een prijsverlaging deels ten koste van de eigen portemonnee. Dergelijke minderheidsdeelnemingen hebben hierdoor een strategisch effect. Dat wil zeggen dat zij de strategie beïnvloeden waarmee een bedrijf zijn winst maximaliseert, gegeven diens verwachtingen over ontwikkelingen op de markt en gedragingen van concurrenten.

De eerste artikelen die bovenstaande effecten van minderheidsdeelnemingen modelmatig analyseerden waren van Reynolds en Snapp.⁴ O'Brien en Salop⁵ hebben, voortbouwend op eerder werk van Bresnahan en Salop,⁶ een analysekader neergelegd over hoe de effecten van financiële belangen door minderheidsdeelnemingen op de mededinging te onderscheiden zijn van de effecten die samenhangen met invloed.⁷ De gebruikte modellen gaan veelal uit van een Cournot-aanname.⁸ In Cournot-modellen wordt verondersteld dat marktpartijen op elkaar reageren door middel van aanpassingen van de aangeboden hoeveelheid. Een belangrijke maatstaf voor de concurrentie in een Cournot-model is de HHI, die de mate van geconcentreerdheid van een bepaalde markt uitdrukt.⁹ Het concurrentie-effect van een minderheidsdeelneming in een concurrent kan worden geschat door middel van een aangepaste HHI (zie kader op pagina 100 voor een intuïtieve beschrijving).

Minderheidsdeelneming en aangepaste HHI

Stel dat er in een bepaalde markt vier ondernemingen actief zijn met elk een marktaandeel van 25%. De HHI is in dat geval $4 \times 25^2 = 2500$. Na een fusie tussen onderneming 1 en 2 zou de HHI $50^2 + 2 \times 25^2 = 3750$ bedragen. Tegen deze achtergrond kan het effect van een minderheidsdeelneming worden geanalyseerd. Stel dat onderneming 1 een minderheidsaandeel van 25% neemt in onderneming 2. Dit leidt tot een aangepaste HHI van 2656, equivalent aan een stijging die een achtste is van een volledige fusie tussen de ondernemingen 1 en 2. Bij *cross-shareholdings* van ondernemingen 1 en 2, die 25% minderheidsbelangen in elkaar nemen, bedraagt de aangepaste HHI 2917 punten, equivalent aan een stijging die een derde bedraagt van het effect van een fusie. De Europese Commissie geeft dan ook aan dat het effect van minderheidsdeelnemingen sterker is bij *cross-shareholdings* dan bij enkelvoudige minderheidsdeelnemingen.¹⁰ Overigens, als de vier ondernemingen deelnemingen van 25% in elkaar hebben, dan volgt uit het Cournot-model dat de vier ondernemingen gezamenlijk de monopoliehoeveelheid produceren en er een aangepaste HHI van 10.000 resulteert.

Interlocking directorships en (informele) overlegorganen

Een onderneming kan op verschillende manieren invloed uitoefenen op het commerciële en strategische beleid van een concurrent, zonder dat sprake hoeft te zijn van een *hardcore cartel*. Dit kan gebeuren doordat er interlocking directorships (personele banden op bestuursniveau) tussen concurrenten bestaan of doordat concurrenten participeren in dezelfde overlegorganen. Dergelijke verbanden komen ook in de Nederlandse financiële sector voor. Deze verbanden zijn trouwens karakteristiek voor de westerse industriële economieën.¹¹

Het gevaar van collusieve, mededingingsbeperkende effecten van interlocking directorships ligt voor de hand. Dat risico werd reeds in een vroegtijdig stadium onderkend, namelijk door een Senaatscomité in de Verenigde Staten in 1913.¹² De Europese Commissie wijst eveneens op het mogelijk mededingingsbeperkende effect van interlocking directorships, omdat dit informatie-uitwisseling omtrent prijzen en commerciële strategieën tussen concurrenten kan faciliteren.¹³ Over het effect van (informele) overlegorganen op de concurrentie in een sector is minder bekend. De hoge organisatiegraad van de Nederlandse financiële sector is echter wel een aandachtspunt vanuit mededingingsperspectief. Zo zijn in het kader van de Nederlandse Vereniging van Banken en het Verbond van Verzekeraars vele commissies en werkgroepen actief.¹⁴ Een fijnmazig netwerk van contacten tussen marktpartijen

over onderwerpen die de sector aangaan, kan een overlegcultuur bevorderen of in stand houden en risico's inhouden voor afstemming van marktgedrag.

7.3 Verwevenheid in de Nederlandse financiële sector

Om inzicht te verwerven in de hiervoor genoemde vormen van verwevenheid binnen de financiële sector in Nederland, heeft de MFS de verbanden tussen de verschillende financiële ondernemingen in kaart gebracht. De belangrijkste vormen van interlocking directorships zijn directe verbanden door functies als lid van de raad van bestuur en lid van de raad van commissarissen die personen werkzaam voor Nederlandse financiële instellingen bij elkaar vervullen. Er is sprake van een indirect verband wanneer (oud-) functionarissen van diverse bancaire instellingen elkaar ontmoeten bij een derde (mogelijk niet-financiële) instelling of wanneer een functionaris uit de niet-financiële wereld diverse nevenfuncties bekleedt bij verschillende financiële ondernemingen.

Passieve (financiële) minderheidsdeelnemingen

Een eerste aanzet om de verwevenheid binnen Nederlandse financiële instellingen in kaart te brengen, is het analyseren van de passieve (financiële) minderheidsdeelnemingen die financiële instellingen in elkaar hebben. In tabel 7.1 is hiervan een overzicht opgenomen.

Tabel 7.1 *Gemelde deelnemingen van financiële instellingen in elkaar*

Aandeelhouder	Deelneming in				
	Rabobank	ABN AMRO	ING	Fortis	AEGON
Rabobank	n.v.t.	5,64%	–	–	–
ABN AMRO	–	n.v.t.	5,12%	–	–
ING	–	12,93%	n.v.t.	6,71%	–
Fortis	–	5,70%	6,15%	n.v.t.	–
AEGON	–	9,99%	6,25%	–	n.v.t.

Bron: website Het Financieel Dagblad, 'WMZ-monitor per 1 september 2004'.

Hierbij moet worden aangetekend dat uit de Wet melding zeggenschap voortvloeit dat alleen belangen van meer dan 5% moeten worden gemeld. Mogelijk onderschat tabel 7.1 derhalve de belangen die financiële instellingen in elkaar hebben. In het geval van ABN AMRO en ING en ING en Fortis is er sprake van cross-shareholdings. De genoemde cross-shareholdings zijn overigens beperkt te noemen indien gekeken wordt naar de beschikkingenpraktijk van de Commissie. In de eerder aangehaalde beschikkingen van de Commissie omtrent minderheidsdeelnemingen ging het alleen om zaken waarin minderheidsdeelnemingen van 20% of meer aan de orde waren. Ter illustratie van de effecten van de minderheidsdeelnemingen geeft tabel 7.2 voor een aantal gebieden de aangepaste HHI weer. Bij de interpretatie van tabel 7.2 dient bedacht te worden dat niet is vastgesteld of de genoemde gebieden ook zijn op te vatten als aparte relevante markten. Mogelijkerwijs zou een mededingingsanalyse kunnen leiden tot een relevante productmarkt die meerdere gebieden omvat. Daarnaast is ervan uitgegaan dat het effect van een minderheidsdeelneming op holdingniveau zoals weergegeven in tabel 7.1 op evenredige wijze doorwerkt op de onderscheiden deelmarkten.

Tabel 7.2 Voor minderheidsdeelnemingen aangepaste HHI-index voor verschillende Nederlandse financiële producten

Productmarkt	HHI	A-HHI*	Verschil	
			Absoluut	Procentueel
<i>Particulieren</i>				
Betaalrekening	2558	2801	243	9,5%
Spaarrekening/deposito	2382	2629	247	10,4%
Vermogensbeheer	1894	2066	172	9,1%
<i>MKB</i>				
Rekening-courantkrediet	2557	2843	286	11,2%
Exportfinanciering	2525	2820	295	11,7%
<i>Grootbedrijf</i>				
Buitenlands betalingsverkeer	2519	2842	323	12,8%
Exportfinanciering	2975	3316	341	11,5%
Middellangetermijnkrediet	2500	2769	269	10,7%

* Aangepaste HHI-Index. De berekende waarden zijn gebaseerd op schattingen uit NEI Kenniscentrum voor Marktwerking en Mededinging, Fusies en overnames in het Nederlandse Bankwezen, juli 2000.

Wat opvalt uit tabel 7.2 is dat de aangepaste HHI-scores zo'n 9% tot 14% hoger uitvallen dan bij de traditionele HHI-berekening. Bij bijvoorbeeld vermogensbeheer voor particulieren leidt aanpassing van de HHI tot een score van meer dan 2000 punten. Volgens de recent verschenen richtsnoeren van de Europese Commissie gebruikt de Commissie HHI-scores als screeningsinstrument om te bepalen of een nadere analyse van een gemelde concentratie noodzakelijk is. Indien een concentratie resulteert in een HHI-score van meer dan 2000 punten is de Commissie relatief snel geneigd tot het doen van nadere analyses.¹⁵ Uit deze richtsnoeren blijkt overigens dat het bestaan van significante cross-shareholdings ertoe kan leiden dat de Commissie reeds bij lagere HHI-scores besluit een nader onderzoek naar een voorgenomen concentratie te starten.

Interlocking directorships en informele overlegorganen

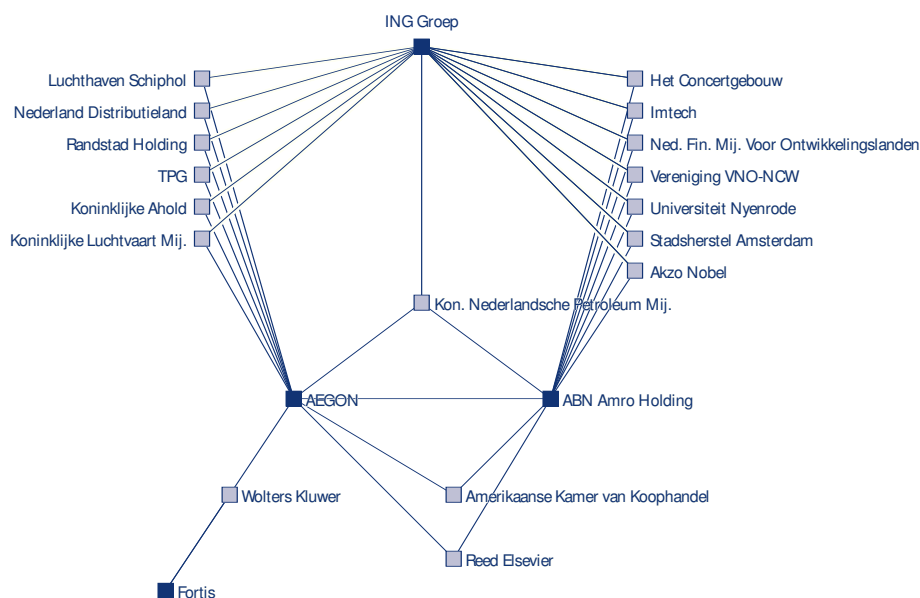
Uit onderzoek van Heemskerk blijkt dat de Nederlandse financiële instellingen een spilfunctie vervullen binnen de Nederlandse economie.¹⁶ Van de vijf ondernemingen die in 1996 het meest verbonden bleken met andere ondernemingen, met name via interlocking directorships, zijn er vier afkomstig uit de financiële sector, te weten ABN AMRO Holding NV (1), ING Groep (2), Fortis Groep (3) en AEGON Groep (4). Het eerste niet-financiële concern was in 1996 Koninklijke Hoogovens NV, op de vijfde plaats.

Dit resultaat illustreert dat bestuurders van financiële instellingen veel functies binnen andere ondernemingen hebben. Veel van de interlocking directorships hebben betrekking op ondernemingen buiten de financiële sector, maar er bestaan ook diverse verbanden binnen de financiële sector. Hoewel het aantal van deze verbanden in 1996 leek te verminderen ten opzichte van twintig jaar eerder, geeft Heemskerk aan dat deze vermindering op het conto valt te schrijven van de concentratiebewegingen binnen de financiële sector van begin jaren negentig. Een aantal van de interlocking directorships is met deze concentratiegolf omgezet in zeggenschap.

Vergelijking van het aantal interlocking directorships van aan de AEX genoteerde financiële instellingen (ABN AMRO, ING, AEGON en Fortis) met het aantal interlocking directorships van bestuurders en commissarissen van aan de AEX genoteerde niet-financiële ondernemingen levert het volgende beeld op.¹⁷ Op basis van gegevens in de REACH database¹⁸ blijken in totaal 35 verschillende leden van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van de genoemde vier financiële instellingen minimaal één nevenfunctie te hebben als bestuurder bij een andere Nederlandse onderneming of instelling. Hiervan heeft 91% meer dan één bestuursfunctie bij andere ondernemingen of instellingen. Het gemiddeld aantal interlocking directorships ligt op 3,6 andere functies per bestuurslid.

In figuur 7.1 is ter illustratie een aantal interlocking directorships binnen de Nederlandse financiële sector weergegeven, waarbij onderscheid kan worden gemaakt tussen directe en indirecte links. Uit figuur 7.1 blijkt bijvoorbeeld dat AEGON en ABN AMRO direct met elkaar verbonden zijn via één directe link doordat dezelfde persoon in beide ondernemingen zitting heeft in de raad van commissarissen. ING, ABN AMRO en AEGON zijn via Shell alle indirect met elkaar verbonden. Daarnaast bestaan er tal van indirecte links tussen twee financiële instellingen.

Figuur 7.1 *Onderlinge relaties tussen financiële concerns*



Bron: REACH, gebaseerd op jaarverslagen 2003

7.4 Mededingingstoezicht en verwevenheid

Hoewel het aantal directe links tussen de financiële instellingen beperkt is, kan op grond van de hiervoor gepresenteerde analyse worden vastgesteld dat er sprake is van enige mate van verwevenheid in de Nederlandse financiële sector, waarmee de vraag opportuun is geworden wat dat zou kunnen betekenen voor het mededingingsrechtelijke toezicht op de sector. In de beschikkingenpraktijk van de Europese Commissie valt een groeiende interesse waar te nemen voor verwevenheid en ook de NMa gaat in enkele besluiten nader in op het onderwerp.¹⁹ Op grond van de drie bouwstenen van de Mededingingswet (het kartelverbod, het verbod op misbruik van economische machtspositie en het concentratietoezicht) zijn er enkele consequenties voor de sector denkbaar. Deze mogelijke consequenties worden aan de hand van overwegend Europese jurisprudentie beschreven. Aangezien de meeste relevante Europese zaken op het gebied van het concentratietoezicht liggen, zal dit als eerste aan de orde komen.

Concentratietoezicht

Concentraties zijn meldingsplichtig indien ze tot (juridische dan wel de facto) zeggenschap leiden. Dit betekent echter niet dat overige aspecten van verwevenheid (minderheidsdeelnemingen en interlocking directorships) niet aan de orde kunnen komen in het kader van het concentratietoezicht omdat ze geen zeggenschap opleveren.²⁰ Niet elke minderheidsdeelneming in een concurrent hoeft aan de NMa te worden gemeld op grond van het concentratietoezicht. De beschikkingenpraktijk van de Commissie laat echter twee mogelijkheden zien waardoor niet tot zeggenschap leidende vormen van verwevenheid toch een rol kunnen spelen in het concentratietoezicht.

Minderheidsdeelnemingen kunnen worden meegenomen in de analyse van een concentratiezaak als de minderheidsdeelneming dient ter financiering van een (meldingsplichtige) transactie tussen concurrenten, bijvoorbeeld de overname van een onderdeel. De Commissie heeft in de zaak Telepú²¹ zichzelf bevoegd geacht over het effect van de minderheidsdeelneming te oordelen omdat de verkrijging van de minderheidsdeelneming onlosmakelijk was verbonden met de transactie. Ook de d-g NMa achtte zich in de zaak Sdu – Ten Hagen & Stam²² bevoegd te oordelen over het effect op de concurrentie van de minderheidsdeelneming die Wolters-Kluwer verwierf in Sdu Uitgevers, ter financiering van de verkoop van Ten Hagen & Stam door Wolters Kluwer aan Sdu. In deze zaak heeft de NMa onder meer onderzocht of een minderheidsdeelneming van iets meer dan 25% van Wolters Kluwer in concurrent Sdu, alsmede de mogelijkheid van een door Wolters Kluwer aangewezen commissaris in

Sdu, mededingingsbeperkende effecten heeft. De NMa heeft drie potentiële problemen onderscheiden: (i) vermindering van de prikkels om met elkaar te concurreren, (ii) het scheppen van mogelijkheden tot informatie-uitwisseling en (iii) beperking van de mogelijkheden om toe te treden tot de markt voor juridische publicaties. Partijen hebben, na een ingediende aanvulling op de melding, aangegeven dat de door de minderheidsdeelneming aangegane relatie tussen Wolters Kluwer en Sdu een tijdelijk, niet duurzaam karakter heeft en vanaf begin 2008 niet meer zal bestaan. Daarnaast hebben partijen contractueel vastgelegd dat de commissaris, die eventueel is verbonden is aan Wolters Kluwer, niet zal beschikken over concurrentiegevoelige informatie. De d-g NMa heeft op grond van het bovenstaande geoordeeld dat de mededinging door het minderheidsbelang niet op significante wijze wordt belemmerd.

Reeds bestaande minderheidsdeelnemingen kunnen in de analyse van een mededingingsautoriteit tevens dienen als additionele argumenten bij de uiteindelijke beoordeling of een gemelde concentratie uiteindelijk zal leiden tot een economische machtspositie. In de *Monitor financiële sector 2003* is reeds ingegaan op een aantal Commissiebeschikkingen waarbij minderheidsdeelnemingen en interlocking directorships tussen een van de betrokken partijen en een concurrent werden meegewogen in het mededingingsrechtelijke oordeel. Voorbeelden van dergelijke beschikkingen in de financiële sector zijn Nordbanken – Postgirot en AXA – GRE²³

Kartelverbod

Uit het arrest-Philip Morris²⁴ kan volgens Struijlaart²⁵ worden afgeleid dat het Europese Hof van Justitie aangeeft dat een overeenkomst tot verwerving van een minderheidsdeelneming het kartelverbod in het EG-mededingingsrecht (artikel 81 EG-Verdrag) kan schenden, indien zij deel uitmaakt van een plan om op de langere termijn zeggenschap over die onderneming te verwerven of op basis van de marktstructuur en de economische context tot een beperking c.q. vervalsing van de mededinging leidt. Ook de d-g NMa heeft zich eenmaal kort over verwevenheid (in dit geval minderheidsdeelnemingen) in het kader van artikel 6 van de Mededingingswet uitgelaten. In de zaak-ACS²⁶ ging het om omvorming van een joint-venture tot een dochter van een onderneming waarin twee van haar concurrenten een minderheidsbelang zouden hebben. In de beslissing op bezwaar concludeerde de d-g NMa dat geen vergunning voor ontheffing was vereist omdat de structuur van ACS niet tot doel had dat een van de ondernemingen het gedrag van de andere ondernemingen zou kunnen beïnvloeden. Evenmin kon worden vastgesteld dat de structuur van ACS de vennoten dwingt om met elkaars belangen rekening te houden bij de bepaling van het commerciële beleid of dat van hun deelnemingen een zodanige prikkel uitgaat dat dit leidt tot een merkbaar mededingingsbeperkend effect.

Verbod van misbruik van een economische machtspositie

In de Gillette-beschikking²⁷ leidde de verwevenheid tussen Gillette en zijn belangrijkste concurrent Wilkinson-Sword volgens de Commissie tot de conclusie dat artikel 82 van het EG-Verdrag van toepassing was. De Commissie concludeerde dat de relevante markt de markt voor natscheerproducten was. Zij stelde vast dat Gillette een economische machtspositie innam op de markt voor natscheerproducten. Op ondernemingen met een economische machtspositie rust een bijzondere verantwoordelijkheid. Ook een versterking van een economische machtspositie kan misbruik van de positie inhouden. Het minderheidsbelang (van ongeveer 22%) van Gillette in Eemland (de moederonderneming van Wilkinson-Sword) alsmede een verstrekte lening door Gillette aan Eemland die Gillette tot de grootste crediteur maakte van Eemland, leidde volgens de Commissie tot de situatie dat het bestuur van Eemland rekening zou gaan houden met de belangen van Gillette. Hieruit vloeide volgens de Commissie voort dat Gillette enige invloed zou krijgen op het handelsbeleid van Eemland. De Commissie veroordeelde Gillette onder meer tot het ongedaan maken van de minderheidsdeelneming en de lening. Op basis van deze beschikking kan volgens Struijlaart²⁸ worden afgeleid dat de mogelijkheden voor ingrijpen door een mededingingsautoriteit tamelijk groot zijn als dit wordt gebaseerd op het verbod op misbruik van een economische machtspositie.

7.5 Conclusie

Verwevenheid kan leiden tot beperking van de mededinging. In enkele recente zaken heeft de NMa een analyse hiernaar uitgevoerd. In algemene zin kan worden gesteld dat de financiële sector kenmerken van verwevenheid heeft. Anderzijds is de verwevenheid in de vorm van minderheidsdeelnemingen en interlocking directorships in de sector beperkt. Er is momenteel sprake van één directe link, en er bestaat een tweetal cross-shareholdings, naast een aantal enkelvoudige minderheidsdeelnemingen. Deze deelnemingen zijn echter beperkt in omvang.

Het ligt echter voor de hand dat mededingingsautoriteiten 'verwevenheid' vanuit risico-overwegingen nauwlettend blijven volgen en, waar aan de orde, mee laten wegen in hun beoordeling van dossiers. De MFS wil in de toekomst nader onderzoek doen naar mogelijke effecten op de mededinging van de hoge organisatiegraad van de sector.

8 Economische winst van Nederlandse banken

8.1 Inleiding

Naast structuur- en gedragsindicatoren, kunnen ook metingen van de uitkomsten of prestaties van het marktproces aanwijzingen opleveren voor de mate van concurrentie.¹ Een voorbeeld van een prestatie-indicator is het niveau van de bedrijfswinsten. Concurrentie leidt in principe tot een neerwaartse druk op het niveau van winsten. De hoogte van de winsten en de ontwikkeling daarvan kunnen daarom indicatoren zijn van de mate van concurrentie. De MFS heeft om deze reden een onderzoek uitgevoerd naar het niveau van de winstgevendheid van de vijf grote banken in Nederland.² Dit hoofdstuk doet daarvan verslag. Paragraaf 8.2 gaat in op het begrip economische winst. Paragraaf 8.3 schetst de onderzoeksresultaten, die vervolgens in paragraaf 8.4 worden geanalyseerd.

8.2 Economische winst

Er zijn in principe twee openbare bronnen om een indruk te krijgen van winstgevendheid van banken: de in de jaarverslagen gepubliceerde boekwinst en de ontwikkeling van de beurswaarde. Het nadeel van onderzoek op basis van beurswaarde is dat beurskoersen geen indruk geven van de gerealiseerde winsten, maar van de winstverwachtingen. In het kader van dit onderzoek is de MFS echter niet geïnteresseerd in verwachtingen van winsten, maar in de daadwerkelijk behaalde resultaten. Daarnaast is een deel van de Nederlandse bankensector niet beursgenoteerd (Rabobank, SNS Bank). In dit onderzoek is daarom uitgegaan van de gegevens uit de jaarverslagen.

Het in de jaarverslagen gehanteerde winstbegrip is echter economisch gezien een minder inzichtelijke indicator van de winstgevendheid van een onderneming. Voor de financiering van de activiteiten van een onderneming is kapitaal nodig. Dit kan vreemd vermogen zijn (bijvoorbeeld leningen) of eigen vermogen (zoals aandelenkapitaal en reserves). De kosten van vreemd vermogen (rentelasten) zijn verdisconteerd in de boekhoudkundige winst. Dit geldt echter niet voor de kosten van eigen vermogen. Verschillen in de vermogensstructuur van een bedrijf (de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen) leiden zodoende tot verschillen in (boekhoudkundige) winstgevendheid. Een economisch juist beeld van de winstgevendheid wordt gegeven

door de 'economische winst'. Dit is in het kort gezegd de boekhoudkundige winst minus de kosten van het aanhouden van eigen vermogen. De hoogte van deze kosten wordt bepaald door het geëiste rendement voor eigen vermogen te berekenen op basis van het risicoprofiel van de onderzochte onderneming. De hiervoor gebruikte techniek staat bekend als het Capital Asset Pricing Model (CAPM).³

Winst is een momentopname, die mede afhankelijk is van de economische conjunctuur. Om deze reden beslaat de analyse een periode van zeven jaar, van 1997 tot en met 2003. Onderzocht is de (wereldwijde) winst van de vijf grootste Nederlandse banken na belasting, exclusief eenmalige bijzondere posten. Er is in dit onderzoek voor gekozen om zo dicht mogelijk bij de cijfers uit de jaarverslagen te blijven. Hiermee is voorkomen dat allerlei correcties het onder de verantwoordelijkheid van de onderneming zelf opgestelde beeld verstoren. Er zijn echter op twee punten aanpassingen gedaan:

1. De boekwaarde van het eigen vermogen is opgehoogd met een opslag van 15% om te corrigeren voor onderschatting van de waarde van *intangible assets* zoals reputatie. Deze vaste opslag is gebaseerd op eerder onderzoek van de Engelse Competition Commission⁴ (zie het kader hieronder). We gaan er dus van uit dat de aard van het Britse bankbedrijf op dit punt vergelijkbaar is.
2. De boekwaarde van het eigen vermogen is tevens opgehoogd met het bedrag voor het Fonds voor Algemene Bankrisico's (FAB). Dit heeft als reden dat het een niet aan specifieke risico's toegewezen post op de balans betreft, waardoor het meer het karakter heeft van een reserve (= onderdeel van het eigen vermogen) dan van een voorziening. Het FAB wordt om deze reden ook als eigen vermogen gezien door DNB (in het kader van het solvabiliteitstoezicht), door de fiscus en in de International Financial Reporting Standards (IFRS). Deze aanpassing op het eigen vermogen leidt er ook toe dat de mutatie in het FAB uit het bedrijfsresultaat moet worden gehaald.

Opgemerkt moet worden dat het doorvoeren van beide correcties niet tot een wezenlijk ander beeld van de economische winstgevendheid heeft geleid ten opzichte van het beeld op basis van de niet-gecorrigeerde cijfers.

Onderzoek Competition Commission

Enkele jaren geleden heeft de Engelse Competition Commission (CC) een rapport opgesteld over de concurrentie tussen banken op de markt voor het Britse MKB.⁵ Hierin is onder andere een analyse gepresenteerd van het niveau van de winsten van banken. De CC kiest er net als de MFS voor om in haar analyse uit te gaan van boekhoudkundige gegevens, in plaats van beurswaarderingen van bedrijven. Een punt waar zij tegenaanloopt is dat het vreemd vermogen van banken als percentage van de totale passiva veel hoger is dan gebruikelijk bij andere ondernemingen. Bovendien is het karakter van het vreemd vermogen bij banken anders dan bij de meeste niet-financiële ondernemingen (namelijk voornamelijk deposito's van klanten). Het vreemd vermogen dient derhalve niet zozeer om activiteiten te financieren, maar vormt in feite de kern van een belangrijk deel van die activiteiten. De prijsvorming van dat vreemd vermogen is daarom geheel anders dan bij een niet-financiële instelling. Om verstoringen vanuit deze bankspecifieke elementen te voorkomen, kiest de CC ervoor om haar analyse te baseren op het behaalde rendement op het eigen vermogen.

De grootste complicatie in de analyse van de CC, af te meten aan de reacties van de onderzochte banken en externe experts, ligt in de vaststelling van het eigen vermogen. Banken geven aan dat de boekwaarde van het eigen vermogen een onderschatting is van de realiteit en leidt tot overschatting van het rendement op het eigen vermogen. Zij wijzen hierbij op de volgende intangible assets: reputatie, opleiding van werknemers, klantenbestand en ontwikkelkosten van ICT.

De CC heeft al deze zaken in detail onderzocht op relevantie en financiële impact. Zij concludeert, met enkele uitzonderingen, dat door 13% toe te voegen aan de boekwaarde van het eigen vermogen van elke bank er ruimschoots recht wordt gedaan aan de impact van de intangible assets.

8.3 Bevindingen

In tabel 8.1 staat de economische winst van de Nederlandse grootbanken weergegeven voor de periode 1997⁶ tot en met 2003. Economische winst staat hier dus voor de nettowinst uit gewone bedrijfsvoering minus het product van de kostenvoet van eigen vermogen en de omvang van het eigen vermogen, met inachtneming van de twee eerdergenoemde correcties.

Tabel 8.1 Economische winst van de Nederlandse grootbanken

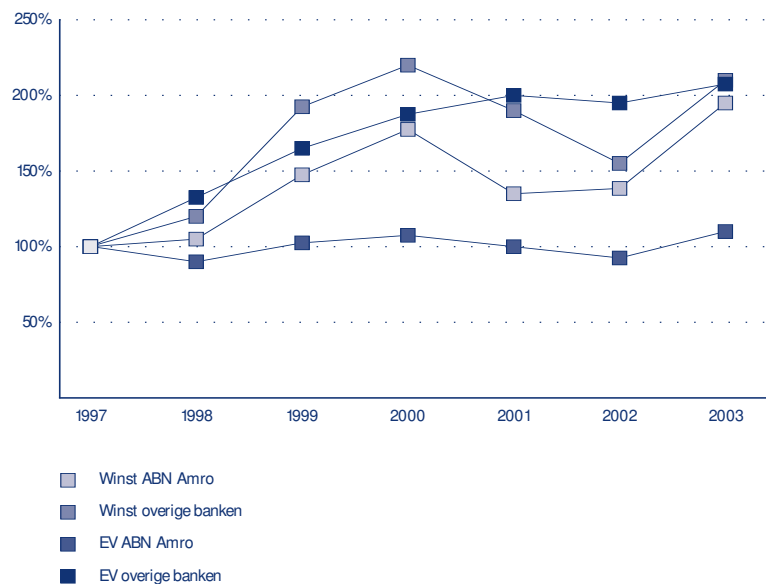
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ABN AMRO Holding	1,5%	0,8%	6,2%	8,1%	3,5%	3,7%	9,0%
SNS Bank	-4,5%	-3,6%	-3,5%	-3,5%	-5,0%	-4,6%	-3,3%
Rabobank	n.b.	-5,1%	-4,9%	-4,8%	-4,9%	-5,1%	-4,1%
Fortis Bank	n.b.	5,9%	0,8%	2,3%	-0,9%	-2,0%	0,3%
ING Bank	-2,2%	-5,3%	-0,1%	-1,7%	-4,7%	-8,4%	-3,2%

Opvallend is dat ABN AMRO over de gehele onderzochte periode economische winst maakt. Haar resultaat ligt dus structureel boven de kosten van het aangehouden eigen vermogen. Dit geldt in mindere mate ook voor Fortis Bank. De overige banken maken in de onderzochte periode daarentegen economisch gezien verlies. Opgemerkt moet worden dat voor alle banken dezelfde kostenvoet van het eigen vermogen is gebruikt. Dit kan voor banken met een relatief laag risicoprofiel (zoals Rabobank, die een *triple A-rating* heeft) leiden tot een onderschatting van de economische winst.

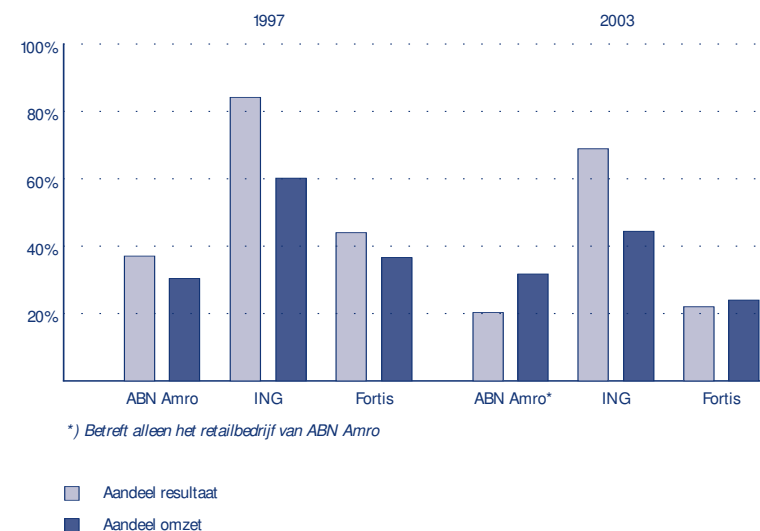
8.4 Analyse

De bevindingen ten aanzien van de economische winstgevendheid kunnen worden veroorzaakt door de winstontwikkeling zelf, maar ook door ontwikkelingen ten aanzien van het eigen vermogen. In figuur 8.1 staat de ontwikkeling weergegeven van de nettowinst uit gewone bedrijfsvoering en van het eigen vermogen van respectievelijk ABN AMRO en de groep overige banken, beide uitgezet als index met basisjaar 1997. Wat opvalt is dat de groep overige banken een hogere groei van de winstgevendheid laat zien dan ABN AMRO en dat het eigen vermogen van ABN AMRO vrijwel constant blijft, terwijl dat van de groep overige banken verdubbelt in de beschouwde periode. Dit laatste kan duiden op verschillen in beleid ten aanzien van het inkopen of uitgeven van eigen aandelen en/of het uitkeren van dividend. Ook kan het zijn dat de winst op niet-renteactiviteiten waarvoor minder eigen vermogen nodig is (zoals *investment banking*) bij ABN AMRO harder is gegroeid dan bij de andere banken. Samengevat komt het beeld naar voren dat de verschillen in economische winst tussen ABN AMRO en de overige banken niet alleen te maken hebben met de winstgevendheid, maar ook met de ontwikkeling van het eigen vermogen.

Figuur 8.1 Ontwikkeling van winst en eigen vermogen



Figuur 8.2 Nederland als onderdeel van wereldwijde activiteiten



*) Betreft alleen het retailbedrijf van ABN Amro

Een andere factor die vanuit het perspectief van de mededinging van belang is, is in hoeverre het beeld voor de Nederlandse activiteiten overeenkomt met de activiteiten wereldwijd. In figuur 8.2 zijn de omzet en het bedrijfsresultaat van ABN AMRO en het bankbedrijf van ING en Fortis in Nederland afgezet tegen de omzet en het bedrijfsresultaat wereldwijd. SNS Bank en (in mindere mate) Rabobank zijn als geheel sterk op Nederland gericht en zijn daarom in deze analyse niet meegenomen.

Uit figuur 8.2 blijkt vooral bij ING de winstgevendheid van het Nederlandse bedrijf hoger te liggen dan die van het bankbedrijf als geheel. Het aandeel van de Nederlandse activiteiten in het totale resultaat ligt immers hoger dan het aandeel van de Nederlandse activiteiten in de totale omzet. Dit is een aanwijzing dat de economische winst voor Nederland wellicht ook hoger ligt dan voor het wereldwijde bedrijf.⁷

Het is ook mogelijk dat een bepaalde concurrentiedruk zich niet zozeer vertaalt in de winst, als wel in de interne inefficiëntie (*X-inefficiency*) van een onderneming. X-inefficiency moet dus samen met winstgevendheid worden beschouwd als indicator van concurrentiedruk. De X-inefficiency wordt gedefinieerd als het verschil tussen de feitelijke kosten en de minimale kosten bij een efficiënte bedrijfsvoering. Het vaststellen van de X-inefficiency is in de praktijk vrij gecompliceerd en onderhevig aan diverse definitie- en meetkwesties.⁸ De *Monitor financiële sector 2003* haalde een onderzoek aan waarin de X-inefficiency in het Nederlandse bankwezen werd geschat op 36%.⁹ Dit houdt in dat meer dan een derde van de kosten vermeden zou kunnen worden door een hogere efficiëntie in de bedrijfsvoering. Hiermee bekleedt het Nederlandse bankwezen in Europees verband een gemiddelde positie. De orde van grootte van de geschatte X-inefficiency geeft echter aan dat een analyse van de winstgevendheid

onvoldoende is om met zekerheid uitspraken te doen over de kennelijke mate van concurrentiedruk.

Tot slot moet worden opgemerkt dat de economische winst een algemeen beeld betreft, en dat de situatie in de praktijk per deelmarkt zal verschillen. Dit is van belang omdat concurrentie plaatsvindt op (relevante) markten. Zo kan de kredietverlening meer of minder winstgevend zijn dan het spaarbedrijf. De geaggregeerde informatie in jaarverslagen biedt echter onvoldoende basis om hierover uitspraken te doen. In het kader van het gezaghebbende Cruickshank onderzoek, dat enkele jaren geleden de concurrentie onder Engelse banken in kaart heeft gebracht, is gekeken naar de economische winstgevendheid per marktsegment.¹⁰ De vier grootste Engelse banken hadden voor dit doel de benodigde gegevens aangeleverd. Het MKB-segment bleek het meest winstgevend te zijn, gevolgd door het particuliere segment en de niet-bancaire activiteiten (zoals verzekeringen). De grootzakelijke activiteiten kenden volgens het onderzoek de kleinste marges.

8.5 Conclusie

Nederlandse banken lijken over het algemeen geen hoge economische winsten te behalen. Dit zou erop kunnen wijzen dat er sprake is van voldoende concurrentiedruk in het Nederlandse bankwezen. Het blijkt echter dat patronen in het eigen vermogen, verschillen per deelmarkt (Nederland versus wereldwijd en verschillende productmarkten) en X-inefficiency het beeld in hoge mate kunnen beïnvloeden. De onderzoekresultaten geven derhalve geen grond om te stellen dat er sprake is van voldoende concurrentie tussen Nederlandse banken. Wanneer marktstructuuranalyses daar aanleiding toe geven, zal de MFS nader inzoomen op winstgevendheid en X-inefficiency van deelmarkten.

Berekening van de bèta en de kostenvoet van het eigen vermogen

De bèta is een risico-indicator die als input voor het CAPM nodig is om het vereiste rendement op het eigen vermogen te berekenen. In dit onderzoek is de bèta voor de onderzochte ondernemingen vastgesteld op basis van het vijfjaarsgemiddelde van een groep beursgenoteerde Europese banken (op basis van de Bloomberg-database). De volgende instellingen zijn meegenomen in het berekening van de bèta:

ABN AMRO	Lloyds TSB	Banco Santander Central
ING	Royal Bank of Scotland	Hispano
Fortis	HBOS	UBS
Crédit Agricole	Deutsche Bank	Crédit Suisse
BNP Paribas	Commerzbank	Unicredito Italiano
Société Générale	Nordea	Dexia
Barclays Bank	Banco Bilbao Vizcaya	

In onderstaande tabel worden de gemiddelde bèta, het risicovrije rendement (op basis van Nederlandse obligaties met een looptijd van tien jaar) en de resulterende kosten van het eigen vermogen weergegeven. Het marktrisico van aandelen ten opzichte van langlopende staatsobligaties is geschat op 6%.¹¹

	Gemiddelde vijfjaars bèta (%)	Risicovrij rendement (%)	Kostenvoet van eigen vermogen ¹² (%)
1997	1,09	5,59	12,10
1998	1,25	4,64	12,14
1999	1,27	4,65	12,30
2000	1,16	5,41	12,36
2001	1,19	4,97	12,12
2002	1,19	4,90	12,06
2003	1,14	4,14	11,00

Bijlage 1: beschikkingenpraktijk concentratiezaken

Dit overzicht van beschikkingen betreft concentratiezaken in de periode 1 juli 2003 tot 1 juli 2004.

In onderstaand overzicht zijn de Nederlandse en Europese zaken op het gebied van concentratiecontrole inzake financiële instellingen en markten opgenomen. Een groot deel van deze zaken is door de NMa of de Europese Commissie door middel van de verkorte procedure afgedaan. Dit houdt in dat er een besluit is genomen waarbij de motivering ontbreekt. Dit is toegestaan wanneer aan een aantal voorwaarden is voldaan. Zie voor de voorwaarden in Nederland voor verkorte afdoening *Spelregels bij Concentratie-zaken*, 15 juli 2004, r.o. 54 e.v. Wanneer de concentratiezaak verkort is afgedaan, is dit aangegeven door middel van een (V).

In de bankensector hebben er in de beschouwde periode alleen (meldingsplichtige) concentraties op Europees niveau plaatsgehad. In de effectenwereld zijn er noch op nationaal, noch op Europees niveau concentraties gemeld. De meeste concentraties hebben zich in de verzekeringssector afgespeeld. In de onderzochte periode zijn zowel in Nederland als bij de Commissie meerdere verzekeringszaken gemeld. In Nederland ging dit in de meeste gevallen om (portefeuilles van) zorgverzekeraars.

Alle onderstaande zaken zijn door de NMa of de Europese Commissie goedgekeurd, omdat de betrokken partijen niet op dezelfde (relevante) markten actief waren, of omdat op basis van de marktpositie van partijen geen bezwaren bestonden.

Bankwezen

Zoals vermeld zijn er in de bankensector alleen zaken bij de Commissie gemeld. Het gaat om een drietal zaken:

Europese zaken

1. *Beschikking van de Europese Commissie van 3 december 2003 in zaak COMP/M.3301: Royal Bank of Scotland Group – First Active plc*
De Royal Bank of Scotland Group neemt het Ierse First Active plc over. Beide zijn actief als financieel dienstverlener. (V)

2. *Beschikking van de Europese Commissie van 10 mei 2004 in zaak COMP/M.3403: JP Morgan – Bank One*

De Amerikaanse banken JP Morgan Chase & Co en Bank One Corporation gaan een juridische fusie aan. Beide zijn in Europa actief op het gebied van financiële dienstverlening. (V)

3. *Beschikking van de Europese Commissie van 7 juni 2004 in zaak COMP/M.3422: BBVA – BNL/JV*

De Spaanse bank Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en de Italiaanse financiële dienstverlener Banca Nazionale del Lavoro (BNL) richten een gemeenschappelijke onderneming op, die actief zal zijn op het gebied van financiering voor consumenten in Italië. (V)

Verzekeringswezen

Op het gebied van verzekeringen heeft er een groter aantal (meldingsplichtige) concentraties plaatsgevonden. Zowel bij de Commissie als bij de NMa is er in de onderzochte periode een flink aantal concentraties gemeld (en goedgekeurd).

Europese zaken

1. *Beschikking van de Europese Commissie van 3 september 2003 in zaak COMP/M.3256: Liberty Insurance – Metlife Iberia*

Het Spaanse Liberty Insurance neemt het eveneens Spaanse Metlife Iberia over van US Corporation Metlife International. Liberty Insurance is actief op het gebied van het aanbieden van financiële diensten en verzekeringen, terwijl Metlife alleen verzekeringen aanbiedt. (V)

2. *Beschikking van de Europese Commissie van 10 oktober 2003 in zaak COMP/M.3252: Generali – Continent Holding*

Het Italiaanse Assicurazioni Generali verkrijgt uitsluitende zeggenschap over Continent Holding. Beide zijn actief op het gebied van levens- en schadeverzekeringen. (V)

3. *Beschikking van de Europese Commissie van 3 november 2003 in zaak COMP/M.3254: VidaCaixa – Swiss Life España*

De Spaanse verzekeraar VidaCaixa neemt de Spaanse Swiss Life España, onderdeel van Swiss Life Insurance and Pension Company Holding, over. Beide zijn actief op het gebied van het aanbieden van levens- en schadeverzekeringen, alsmede

herverzekeringen. VidaCaixa is voornamelijk actief in Europa, terwijl Swiss Life España uitsluitend in Spanje actief is. Beide partijen zijn actief in de Spaanse levensverzekeringsector, maar hun gecombineerde marktaandeel op de kleinste mogelijke (deel)markt is ten hoogste 20%.

4. *Beschikking van de Europese Commissie van 13 november 2003 in zaak COMP/M.3279: Generali – Zurich Financial Services*

Het Italiaanse Assicurazioni Generali verkrijgt uitsluitende zeggenschap over een deel van Zurich Financial Services. Beide zijn actief op het gebied van het aanbieden van levens- en schadeverzekeringen. Generali is actief op de mondiale markt, terwijl de overname het deel van Zurich Financial Services betreft dat actief is op de Franse markt. (V)

5. *Beschikking van de Europese Commissie van 15 december 2003 in zaak COMP/M.2768: Generali – Banca Intes/JV*

Assicurazioni Generali en Banca Intes verkrijgen gezamenlijke zeggenschap over de Italiaanse bank- en verzekeringsmaatschappij Intesa Vita. Intesa Vita verkoopt levensverzekeringen in Italië via de kanalen van Banca Intesa, dat voor de concentratie uitsluitende zeggenschap had over Intesa Vita. Bank- en verzekeringsmaatschappijen verkopen verzekeringsproducten via de verkoopkanalen van banken. Deze sector is in Italië de laatste jaren groeiend, zodanig dat tegenwoordig de meeste levensverzekeringsproducten op deze wijze worden verkocht. Noch op nationaal niveau, noch op lokaal niveau ziet de Commissie mededingingsproblemen, gezien het feit dat Generali reeds marktleider is en de samenwerking met Banca Intesa daar slechts marginaal iets aan verandert. Bovendien is de markt erg dynamisch en is het marktaandeel van Generali de laatste jaren gedaald ten gunste van nieuwe toetreders. (V)

6. *Beschikking van de Europese Commissie van 9 maart 2004 in zaak COMP/M.3365: VidaCaixa – Santander Central Hispano Previsión*

De Spaanse verzekeraar VidaCaixa neemt de Spaanse levensverzekeringsonderneming Santander Central Hispano Previsión over. VidaCaixa en SCH Previsión bieden diensten aan op het gebied van levens- en schadeverzekering, alsmede herverzekering. De voorgenomen transactie heeft echter uitsluitend betrekking op de levensverzekeringsactiviteiten van SCH Previsión. De enige markt waar de activiteiten van partijen overlappen is de sector levensverzekering ten behoeve van concerns en ondernemingen in Spanje. Zelfs bij een zo eng mogelijke definitie van de levensverzekeringmarkten bedraagt het grootste gecombineerde marktaandeel van de partijen ten hoogste 20% van elke markt, zodat er nog voldoende sterke concurrenten overblijven.

7. *Beschikking van de Europese Commissie van 22 april 2004 in zaak COMP/M.3384: AEGON – CAM/JV Mediterraneo Vida*

AEGON en het Spaanse Caja de Ahorros del Mediterraneo (CAM) verkrijgen gezamenlijke zeggenschap over Mediterraneo Vida, voormalig 100% dochteronderneming van CAM. CAM is een van de belangrijkste spaarbanken in Spanje, terwijl Mediterraneo Vida levensverzekeringen en pensioensfondsen aanbiedt in Spanje. (V)

8. *Beschikking van de Europese Commissie van 28 april 2004 in zaak COMP/M.3395: Sampo – If Skadeförsäkring*

De Zweedse schadeverzekeraar If Skadeförsäkring wordt overgenomen door de Finse financiële groep Sampo. If Skadeförsäkring biedt schadeverzekeringen aan in Zweden, Noorwegen, Finland, Denemarken en de Baltische Staten. If Skadeförsäkring staat op dit moment onder gezamenlijke zeggenschap van Sampo, de Zweedse verzekeringsmaatschappijen Skandia en Skandia Liv, het Noorse Storebrand en het Finse Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma. Sampo zal de aandelen van Skandia, Skandia Liv en Storebrand verkrijgen en op deze wijze uitsluitende zeggenschap over If Skadeförsäkring kunnen uitoefenen. Omdat Sampo alleen levensverzekeringen aanbiedt, is er geen sprake van horizontale overlap. Omdat Sampo en If Skadeförsäkring reeds in geringe mate elkaars schade- en levensverzekeringen afzetten, is er wel sprake van een verticale relatie. Deze verticale relatie is echter dusdanig gering dat de Commissie geen aanleiding heeft om afsluitende effecten of andere mededingingsbezwaren te verwachten.

9. *Beschikking van de Europese Commissie van 28 juni 2004 in zaak COMP/M.3446: UNIQA – Mannheimer*

De Commissie heeft de acquisitie van de Duitse verzekeraar Mannheimer door de Australische verzekeringsgroep UNIQA goedgekeurd. UNIQA is een verzekeringsgroep die actief is op meerdere types schadeverzekeringen, levensverzekeringen en herverzekering. Ze is voornamelijk actief in Australië maar heeft ook vestigingen in een aantal lidstaten van de EU. Mannheimer is een verzekeringsgroep die voornamelijk actief is op het gebied van schadeverzekeringen in Duitsland. Omdat beide partijen voornamelijk in verschillende landen actief zijn, zijn er volgens de Commissie geen mededingingsbezwaren.

Nationale zaken

10. Besluit van de d-g NMa van 5 december 2003 in zaak 3747: AEGON – Unirobe

Het management van Unirobe, onderdeel van AXA Nederland, en AEGON Nederland, onderdeel van de AEGON Groep, verwerven gezamenlijke zeggenschap over Unirobe. Zowel Unirobe als AEGON Nederland zijn actief op het gebied van assurantiebemiddeling in schade- en levensverzekeringen en op het gebied van hypotheekbemiddeling. Daarnaast is er sprake van een verticale relatie, aangezien de AEGON Groep actief is als aanbieder van verzekeringen en hypotheek en deze activiteiten zich ten opzichte van de bemiddelingsactiviteiten van partijen op een hoger gelegen niveau in de bedrijfskolom bevinden. Ten slotte is sprake van een verticale relatie op het gebied van co-assurantie (het verzekerde risico wordt door meerdere verzekeraars gedragen, teneinde het risico te spreiden) op assurantiebeurzen. Unirobe is actief op de assurantiebeurs als beursmakelaar, terwijl AEGON een van de verzekeraars is die haar verzekeringen aanbiedt. Op elke markt is het gezamenlijke marktaandeel van partijen echter minder dan 20%.

11. Besluit van de d-g NMa van 11 mei 2004 in zaak 4007: DAS – LAR

DAS Rechtsbijstand, actief op het gebied van het aanbieden van rechtsbijstandsverzekeringen, herv verzekeringen en het verlenen van incassobijstand, is voornemens LAR Rechtsbijstand over te nemen. LAR is actief op het gebied van het aanbieden van rechtsbijstandsverzekeringen. Het product rechtsbijstand kent twee activiteiten: het aanbieden van schadeverzekeringen en juridische dienstverlening ten behoeve van verzekerden. Uit onderzoek dat in het kader van deze zaak door de NMa onder markt-partijen is uitgevoerd, is gebleken dat het aanbieden van rechtsbijstandsverzekeringen geen aparte relevante productmarkt is, maar onderdeel uitmaakt van een ruimere markt van (meerdere) schadeverzekeringen. Daarnaast is ingegaan op de markt voor juridische dienstverlening. Een mogelijke onderverdeling naar distributie- kanaal (direct writing dan wel tussenpersoon) is in het midden gelaten.

12. Besluit van de d-g NMa van 19 mei 2004 in zaak 3967: SNS Reaal – Univé Leven

SNS Reaal neemt de levensverzekeringsactiviteiten van Univé Leven over. Omdat SNS Reaal reeds actief is op het gebied van levensverzekeringen is sprake van overlap op dit gebied. (V)

13. Besluit van de d-g NMa van 1 juni 2004 in zaak 4043: Achmea – Levob

Achmea en Stichting Levob gaan een juridische fusie aan. De activiteiten van partijen overlappen elkaar op het gebied van het aanbieden van bancaire producten, vermogensbeheer, schadeverzekeringen en levensverzekeringen.

14. Besluit van de d-g NMa van 16 juni 2004 in zaak 4027: ONVZ – Nationale-Nederlanden
ONVZ Ziektekostenverzekeraar neemt de portefeuille met particuliere ziektekostenverzekerden van Nationale-Nederlanden Zorgverzekering over. De relevante markt is de markt voor particuliere ziektekostenverzekeringen, eventueel te onderscheiden naar het aanbieden van dergelijke verzekeringen door tussenpersonen versus direct writing en individueel versus collectief. (V)

15. Besluit van de d-g NMa van 24 juni 2004 in zaak 4093: ONVZ – Zwolsche Algemeene
ONVZ Ziektekostenverzekeraar neemt een portefeuille zorgverzekeringen over van Zwolsche Algemeene Schadeverzekering. Er is sprake van overlap op de markt voor particuliere zorgverzekeringen.

16. Besluit van de d-g NMa van 29 juni 2004 in zaak 4048: Interpolis – Careon
Interpolis Schade neemt de verzekeringsportefeuille van Careon Schadeverzekeringen over op het terrein van de risico's die voor werkgevers voortvloeien uit de wetgeving op de terreinen van loondoorbetaling bij ziekte (Ziektewet) en arbeidsongeschiktheid (Wet Pemba) en de daarbijbehorende activa. Beide partijen zijn actief op het gebied van het aanbieden van werkgeversverzekeringen voor ziekteverzuimschade.

Bijlage 2: marktaandelen banken

De MFS heeft een inschatting gemaakt van de actuele marktaandelen van de grootste Nederlandse banken op verschillende markten met producten voor particulieren en het MKB. Hierbij is gebruik gemaakt van diverse bronnen: gegevens uit de jaarverslagen, expert opinions, consumentenonderzoek en door marktpartijen zelf aangeleverde gegevens. Onderzoeksbureau ECORYS-NEI heeft de MFS bij het maken van deze inschattingen ondersteuning verleend. Onderstaande marktaandelen hebben een globaal en indicatief karakter.

Particulier	ABN AMRO	Rabobank Groep	ING	Fortis	SNSBank	Overige
Betaalrekeningen	20	30	40	5	5	–
Consumentenkrediet	25	20	25	10	5	15
Hypotheekfinanciering	15	25	20	10	10	20
Sparen	20	30	25	10	5	10
Vermogensbeheer	25	20	15	15	–	25

MKB	ABN AMRO	Rabobank Groep	ING	Fortis	Overige
Rekening courant	35	25	25	10	5
Buitenlands betalingsverkeer	35	25	25	10	5
Exportfinanciering / documentair krediet	35	20	30	10	5
Bedrijfssparen	15	25	25	15	20

Voor marktaandelen van verzekeraars zie de publicatie 'Verzekerd van cijfers 2004' uitgegeven door het Verbond van Verzekeraars.

Noten

Hoofdstuk 1

- 'Vendex wil contact met klant uitbuiten', *Assurantie Magazine*, maart 2004; 'Verzekeringsproducten krijgen nooit uitstraling van Calvin Klein', *Het Financieel Dagblad*, 19 maart 2004.
- 'Marktaandeel grote verzekeraars loopt sterk terug', *Het Financieel Dagblad*, 25 januari 1991.
- ABN AMRO, ING Bank, Rabobank, Fortis Bank en SNS Bank.
- J.A. Bikker en A.A.T. Wesseling, *Intermediation, integration and internationalisation. A survey on banking in Europe*, DNB Occasional Studies, vol.1, nr. 3, 2003.
- Persberichten Rabobank van 11 februari en 1 april 2004.
- 'Beurs Londen start handel in Nederlandse aandelen', *de Volkskrant*, 25 mei 2004.
- Het volledige rapport is te vinden op www.minfin.nl.
- 'Zalm bezorgd om uitblijven grote Europese bankfusies', *De Telegraaf*, 9 september 2004.

Hoofdstuk 2

- NMa, *Monitor Financiële Sector 2003* blz. 41, tabel 4.3.
- Verbond van Verzekeraars, *Verzekerd van cijfers 2003*.
- ESI-VU heeft in opdracht van de Raad Financiële Toezichhouders in 2001 onder meer een onderzoek verricht naar het aantal productie voortbrengende assurantiëttussenpersonen. ESI-VU, *Verzekeraars en assurantiëttussenpersonen*, 2001.
- 'Intermediarkanaal staat nog stormachtige(re) tijden te wachten', *VVP*, 6 augustus 2003.
- Verzekeringen kunnen ook rechtstreeks bij een verzekeraar of via internet worden aangeschaft. De dienstverlening die dergelijke directe kanalen bieden is echter niet (geheel) vergelijkbaar met die van assurantiëttussenpersonen.
- CPB, *Solidariteit, keuzevrijheid en transparantie. De toekomst van de Nederlandse markt voor oudedagsvoorzieningen*, 2000.
- ESI-VU, *De markt voor financiële intermediairs in Nederland*, 2001, in opdracht van de Raad van Financiële Toezichhouders (RFT).
- Assurantie Magazine Captivegids 2002*.
- 'We zijn een volledige ING-dochter - dat is ons kwaliteitslabel', *VVP*, 3 december 2003.
- 'AEGON neemt groot belang in intermediairgroep AXA', *Het Financieel Dagblad*, 10 oktober 2003; 'ING doet captive Dix & Co van de hand', *Assurantie Magazine*, nr. 20, 2003; persbericht Delta Lloyd d.d. 19 maart 2004 inzake deelnemingen in assurantiëttussenpersonen.

- 11 Zie bijvoorbeeld S.J. Grossman and O. Hart, 'The cost and benefit of ownership: A theory of vertical and lateral integration', *Journal of Political Economy*, 94 (2), 1986, blz. 691-719.
- 12 Overige provisievormen, zoals incassoprovisie en zelfwerkzaamheidsprovisie, laten we buiten beschouwing.
- 13 Verbond van Verzekeraars, *Verzekerd van cijfers 2003*.
- 14 *Assurantiejaarboek 2004* op basis van cijfers van de NVA, *Bedrijfsvergelijkend onderzoek onder de leden van de NVA 2003*.
- 15 De wijzigingen in de Wabb hadden ten doel de concurrentie tussen bemiddelaars te laten toenemen, waardoor meer keuzevrijheid en een betere prijs-kwaliteitverhouding voor de consumenten zouden ontstaan. Zie ook brief van het ministerie van Economische Zaken aan de Tweede Kamer, *Effecten en voortgang uitvoering MDW*, 7 december 2001.
- 16 'Driekwart intermediair wil openheid over aandelenbelang verzekeraar', *Assurantie Magazine*, 16 april 2004.
- 17 In principe is een uurgebonden declaratie (advies op uurbasis) met BTW belast. Wanneer de kosten van advies (de provisie) versleuteld worden in de premie, is de provisie aan assurantiebelasting onderworpen.
- 18 CentER, *Marktwerving en concurrentie in het assurantiëtussenpersoonkanaal*, september 2001.
- 19 NVA, *Bedrijfsvergelijkend onderzoek onder de leden van de NVA*, 2003.
- 20 'Wiens brood men eet', *VVP*, 29 mei 2003; 'Bijna 4% van productie Fortis ASR via captives', *Assurantie Magazine*, nr. 8, 2004.
- 21 'Tweederde intermediair vindt afscheid van afsluitprovisie geen probleem', *Assurantie Magazine*, nr. 5, 2002.
- 22 'Driekwart intermediair wil openheid over aandelenbelang verzekeraar', *Assurantie Magazine*, 16 april 2004.
- 23 'Verzekeringsbarometer door de bril van de consument', *Vb*, nummer 20A, 24 oktober 2002; 'Imago intermediair in algemeen licht verbeterd', *Vb*, nummer 19B, 2 oktober 2003.
- 24 FSA, *Polarisation: Consumer Research*, January 2002. De FSA is de gedrags- en prudentieel toezichthouder op de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk.
- 25 'Zo'n 250 kantoren wijzen GIDI resoluut af', *VVP*, 4 februari 2004; 'Nog 3.500 intermediairs niet GIDI-proof', *Vb*, nummer 3, 12 februari 2004; Verbond van Verzekeraars, persbericht: 'Aanmelding GIDI loopt voorspoedig', 24 mei 2002.
- 26 Consumentenbond op AM jubileumcongres, 15 april 2004.
- 27 CentER, *Marktwerving en concurrentie in het assurantiëtussenpersoonkanaal*, september 2001.
- 28 OECD, *Competition in financial services*, DAFFE/CMF (2004) 20, 8 October 2004.
- 29 Consumentenbond, *Weggaan of blijven?*, februari 2002.
- 30 MDW-werkgroep Overstapkosten, *Kosten noch moeite*, juni 2003.

- 31 Dit mechanisme wordt ook onderkend in een consultatiedocument van de Ierse mededingingsautoriteit, waarin de combinatie van prikkels door verzekeraars en een gebrek aan transparantie tegenover de consument over deze prikkels worden genoemd als een concurrentieverminderend effect. The Competition Authority, *Competition issues in the non-life insurance market*, Preliminary report and consultation document, 2004.
- 32 ECORYS-NEI, *Marktwerving op de markt voor hypothecaire kredietverlening. De kwaliteit van advisering door tussenpersonen over hypothecaire producten en aanbieders*, Rapport in opdracht van het ministerie van Financiën, mei 2004.
- 33 Hierbij zal dan ook niet worden ingegaan op de waarschijnlijkheid van dergelijke overtredingen tussen verzekeraars.
- 34 S. Bishop and M. Walker, *The economics of EC competition law. Concepts, applications and measurement*, Sweet & Maxwell, London, 2002; M. Ivaldi, B. Jullien, P. Rey, P. Seabright and J. Tirole, *The economics of tacit collusion*, Final report for DG Competition, European Commission, 2003; M. Motta, *Competition Policy: theory and practice*, Cambridge University Press, January 2004.
- 35 ESI-VU, *'De markt voor financiële intermediairs in Nederland'*, 2001, blz. 5.
- 36 Jaarverslag NBVA 2001.

Hoofdstuk 3

- 1 Zie bijvoorbeeld: C. van Gent, P.A.G. van Bergeijk en H.J. Heuten, *Basisboek markt- en micro-economie*, 5e druk, Wolters-Noordhoff, 2004.
- 2 NMa, *Monitor Financiële Sector 2003*, tabel 4.2, blz. 39.
- 3 Bekendmaking van de Commissie inzake de bepaling van de relevante markt voor het gemeenschappelijke mededingingsrecht (PB C 372 van 9 december 1997).
- 4 Zie de Bekendmaking van de Commissie inzake de bepaling van de relevante markt voor het gemeenschappelijke mededingingsrecht (PB C 372 van 9 december 1997), punten 13 t/m 24.
- 5 De derde bron van concurrentiedruk, potentiële concurrentie, speelt in de praktijk bij het afbakenen van markten een minder grote rol.
- 6 Zie de beschikking van de Europese Commissie van 28 februari 2003 in zaak COMP/M.3035: Berkshire Hathaway – Convergium – GAUM – JM, punten 25 en 26.
- 7 Zie ook het besluit van de d-g NMa van 1 juni 2004 in zaak 4043: Achmea – Levob.
- 8 NERA, *Assessing mergers in the insurance sector in the Netherlands, A report for the Nederlandse Mededingingsautoriteit*, juli 1999, London, blz. 40.
- 9 Zie het besluit van de d-g NMa van 11 mei 2004 in zaak 4007: DAS Rechtsbijstand – LAR Rechtsbijstand.

- 10 Definitie uit: NIBE-SVV, *Schade en levensverzekeringen: Verzekeringsvormen, premieopbouw en risicobeheer*, NIBE-SVV Nederlands Instituut voor het Bank-, Verzekerings- en Effectenbedrijf, Amsterdam, 2002, blz. 467 e.v.
- 11 De rechtsbijstandsverzekering is via de motorrijtuigbijstandsverzekering aan haar bekendheid gekomen. Deze vorm wordt vooral gesloten door degenen die voor hun motorrijtuig alleen een WA-verzekering hebben. In het geval van schade, waarvoor een derde aansprakelijk is, wordt deze door de rechtsbijstandsverzekeraar verhaald.
- 12 Zie artikel 15, onder 17, Wtv.
- 13 Zie artikel 24, lid 1, Wtv en artikel 27, lid 4, Wtv. De schadeafhandeling bij rechtsbijstandsverzekeringen wordt door een schadeverzekeraar in de praktijk op drie manieren georganiseerd: via een aparte stichting, via het schaderegelingskantoor, of via een gespecialiseerde rechtsbijstandsverzekeraar.
- 14 Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan verzekeringen voor motorrijtuigen, aansprakelijkheid, hulpverlening en diverse geldelijke verliezen.
- 15 Zie ook het besluit van de d-g NMa van 19 oktober 1998 in zaak 21: Interpolis – Cobac, punt 10.
- 16 Andere factoren zijn bijvoorbeeld de bedrijfsmarge, het aantal debiteuren van de afnemer, de rotatiefrequentie van klanten, de kredietduur, het type klanten van de afnemer (multinationals, MKB enzovoort) en de concurrentiedruk op de markt waarop de afnemer actief is.
- 17 Ook de internationale markt voor kredietverzekeringen kent een klein aantal spelers. De drie grote aanbieders (Euler Hermes Group, Atradius en Coface Group) hebben een gezamenlijk marktaandeel van 85% van de Europese private exportkredietverzekeringenmarkt.
- 18 Centre for European Policy Studies (CEPS), *Credit insurance in Europe. Impact measurement and policy recommendations*, 2003, blz. 31.
- 19 Het kredietrisico van een bepaalde onderneming is voor een deel in te schatten op basis van commercieel verkrijgbare (publieke) informatie van gespecialiseerde leveranciers als Graydon en D&B. Deze informatie is echter te algemeen om toereikend te zijn voor het verantwoord kunnen aanbieden van kredietverzekeringen.
- 20 Zie het besluit in zaak 21: Interpolis – Cobac, *op. cit.*, punt 40.
- 21 De Herfindahl-Hirschmann Index is gedefinieerd als de som van de kwadraten van de marktaandelen. Bij een HHI onder 1000 kan de marktconcentratie gering worden genoemd, tussen 1000 en 1800 middelmatig en boven de 1800 sterk. Zie: *Richtsnoeren horizontalen*, Mededeling van de Commissie van 6 januari 2001, Publicatieblad 2001, C3, blz. 2.
- 22 Het is mogelijk dat vraagfactoren een belangrijkere rol spelen voor de afbakening van submarkten binnen een bepaalde risicocategorie, bijvoorbeeld wanneer verzekeringsvoorwaarden significant van elkaar verschillen.

Hoofdstuk 4

- 1 Zie ook OECD, 'Future prospects for national financial markets and trading centres', *Financial market trends*, 2001, nr. 78.
- 2 Bank of International Settlements, *Statistics on payment and settlement systems in selected countries*, March 2004.
- 3 Uit marktonderzoek van Millward Brown Centrum (zie persbericht 1 juni 2004) blijkt dat er begin 2004 circa 1,4 miljoen Nederlanders als particuliere belegger actief waren.
- 4 Volgens een onderzoek van London Economics leidt de totstandkoming van een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt tot een stijging van het gezamenlijke bruto binnenlands product van alle EU-lidstaten met 1,1 procentpunt in tien jaar. London Economics, *Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets*, Report for European Commission DG Internal Market, 2002. Zie ook: I. Terol and D. Russo, *Euro area securities clearing and settlement infrastructure*, Paper for the conference The operational framework of the Eurosystem and financial markets, ECB, May 2000 en Bank of England, *The EU Financial Services Action Plan: a guide*, Bank of England Quarterly Bulletin, Autumn 2003.
- 5 Bijvoorbeeld via Basel II en Solvency II. Zie: LIBA, *Annual report 2003*.
- 6 Effecten zijn aandelen, obligaties en derivaten.
- 7 Opgemerkt dient te worden dat evenzeer geldt dat de toename van effectenhandel leidt tot meer aandacht voor risicomanagement.
- 8 A.N. Berger, R.S. Demetz and P.E. Strahan, 'The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future', *Journal of banking*, 1999, nr. 23.
- 9 OFT, *Proposed acquisition by Euroclear plc of CREST Co Limited*, 6 september 2002.
- 10 OFT, *Anticipated merger of Banque Centrale de Compensation SA and the London Clearing House Ltd*, 11 August 2003. De fusie tussen London Clearing House en Clearnet is op 22 december 2003 voltooid. LCH.Clearnet Group is daarmee de grootste Europese aanbieder van clearing- en CCP-diensten geworden. Euronext heeft een aandeel van 45,1% in LCH.Clearnet Group en is daarmee de grootste individuele aandeelhouder, haar stemrecht is echter beperkt tot 24,9%. LCH.Clearnet, *Facts and Figures 2003*, 31 december 2003.
- 11 In november 2003 heeft de Duitse beurs in Frankfurt de handelsmogelijkheden voor Nederlandse aandelen uitgebreid van acht fondsen naar alle AEX-fondsen.
- 12 Vanaf 24 mei 2004 is, via de Dutch Trading Service, aan de London Stock Exchange handel in de 49 meest verhandelde Nederlandse fondsen mogelijk.
- 13 In de VS vinden overigens in veel geringere mate grensoverschrijdende transacties plaats dan in Europa.

- 14 Zie bijvoorbeeld: Comité van Wijze Mannen, *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets (Lamfalussy Report)*, Brussel, 2001; CEPS, *The securities settlement industry in the EU. Structure, costs and the way forward*, December 2001; Deutsche Börse Group, Clearstream International, *Cross-border equity trading, Clearing & settlement in Europe*, White paper, April 2002; L. Goldberg, J. Kambhu, J.M. Mahoney, L. Radecki and A. Sarkar, 'Securities trading and settlement in Europe: issues and outlook', Federal reserve bank of New York, *Current issues in economics and finance*, vol. 8, no. 4, April 2002; Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, *Clearing en afwikkeling in de Europese Unie. Een strategie voor de toekomst*, COM (2004) 312 def., Brussel, 28 april 2004; Nera Economic Consulting, *The direct costs of clearing and settlement: A EU-US comparison*, June 2004.
- 15 Deze belemmeringen heeft zij onderverdeeld in: (i) belemmeringen in de sfeer van techniek en marktpraktijk, (ii) fiscale belemmeringen en (iii) belemmeringen in de sfeer van juridische (on)zekerheid. Giovannini Group, *Cross border clearing and settlement arrangements in the European union*, November 2001; Giovannini Group, *Second report on EU clearing and settlement arrangements*, April 2003.
- 16 Zie bijvoorbeeld: Europese Commissie, *Financiële diensten – Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan*, COM (1999) 232, Brussel, 11 mei 1999; ECB, *Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)*, June 2001; Comité van Wijze Mannen, *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets (Lamfalussy Report)*, Brussel, 2001; Europese Commissie, *Clearing en afwikkeling in de Europese Unie. Belangrijkste beleidsvraagstukken en toekomstige uitdagingen*, COM (2002) 257, Brussel, 28 mei 2002; Ruben Lee and Duo Qin, Oxford Finance Group, *Securities trading systems in the Netherlands: Report prepared for the financial markets policy directorate, Ministerie van Financiën the Netherlands*, 2002; Morgan Stanley, *Structural shifts in securities trading. Outlook for European exchanges*, June 2003; Inter-Institutional Monitoring Group, *Second interim report monitoring the Lamfalussy process*, Brussels, 10 December 2003; ESCB and CESR, *Standards for securities clearing & settlement systems in the European Union*, 12 January 2004.
- 17 Het daadwerkelijke proces loopt dan ook niet bij elke transactie precies volgens dit schema. Ook is de rolverdeling tussen spelers niet altijd exact dezelfde.
- 18 Zie ook het besluit van de Servicio de Defensa de la Competencia, *Bolsas y Mercados Españoles*, N-246, 2002.
- 19 Enkel grote beleggers als banken en effecteninstellingen handelen wel zelf omdat zij *trading member* zijn.
- 20 Hoewel deze definities tot op zekere hoogte arbitrair zijn, wordt het verschil tussen een broker en een dealer veelal zo benoemd.
- 21 Een afgeleide markt van het aanbieden van een handelsfaciliteit is het aanbieden van real-time koersdata en handelsinformatie. In dit kader kan worden opgemerkt dat Euronext Amsterdam enig eigenaar is van de real-time koersdata en handelsinformatie die door de handel in Nederlandse aandelen op haar beursplatform worden gegenereerd. Deze koers- en handelsinformatie wordt continu verversd en zonder enige vertraging weergegeven. Euronext Amsterdam levert deze data aan eindgebruikers en aan *subvendors*. Subvendors geven de informatie vervolgens door aan hun abonnees en/of aan andere subvendors. Evenzo zijn LSE en DB eigenaar van de koers- en handelsinformatie die door de handel in aandelen op hun beursplatform gegenereerd wordt. Aangezien deze koers- en handelsinformatie de handel in (Nederlandse) aandelen op verschillende handelsplatformen betreft, is deze informatie niet aan elkaar gelijk. Derhalve kan gesteld worden dat er geen concurrentiedruk vanuit gaat.
- 22 Zie ook Oxera, 'Trading punches: competition between exchanges', *Competing ideas*, February 2004.
- 23 NVB, *Jaarverslag 2003*
- 24 In Londen worden de meeste orders van particulieren buiten de beurs om afgehandeld. London Stock Exchange, *Annual Report, 2004*; 'Banken gaan concurrentie aan met effectenbeurzen', *Het Financieel Dagblad*, 23 maart 2004; 'Banken verdeeld over beursregels', *Het Financieel Dagblad*, 24 maart 2004.
- 25 De *Markets in Financial Instruments Directive* (Richtlijn Financiële Instrumenten) herziert de Richtlijn Beleggingsdiensten welke oorspronkelijk uit 1993 stamt. Als het Europees parlement het akkoord goedkeurt kan omzetting van de richtlijn naar nationale regelgeving mogelijk in de loop van 2006 plaatsvinden. Zie COM (2002) 625, *Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en geregelende markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad, 19-11-2002 en IP/03/1291, IP/03/1352, IP/04/399*.
- 26 Dit op basis van de *best execution*-verplichting die een broker heeft. Hij moet de beste prijs voor zijn cliënt zien te regelen. In de regel is het het snelst en ook qua prijs het beste om de order via de beurs te laten lopen.
- 27 Morgan Stanley, *Structural shifts in securities trading. Outlook for European exchanges*, June 2003.
- 28 Een clearinghuis is de organisatie die de clearing van (beurs)transacties verzorgt. Clearing members of clearinginstellingen zijn de participanten van het clearinghuis. Zie ook: Bank of England, *Financial stability review*, 1999; Euronext, Next Update, *Afwikkeling van transacties, onbekend maar belangrijk*, nr. 14, oktober 2003.
- 29 Overigens worden – met name in de OTC-markt voorzover daarbij een clearinghuis betrokken wordt – door clearinghuizen ook risico's overgenomen op brutobasis. Dit betekent dat er gecleard wordt zonder dat er netting plaatsvindt.
- 30 Zie *ECB Maandbericht*, augustus 2001, blz. 71-79; DNB, *Actuele ontwikkelingen in het betalings- en effectenverkeer*, Kwartaalbericht september 2002, blz. 24-30; Oxera, *Competition in clearing and settlement*, *Competing ideas*, April 2003.

- 31 Bij de afwikkeling van de overdracht van bepaalde effecten (bijvoorbeeld eurobonds) zijn zogenaamde *Internationale Central Securities Depositories* (ICSD's), zoals Euroclear en Clearstream, bij het settlementproces betrokken.
- 32 Bij transacties op Euronext Amsterdam in vreemde valuta's (niet euro's) verloopt de financiële afwikkeling via de Kas Bank. Zie ook European Commission Competition DG, *Overview of EU25 securities trading, clearing, central counterparties and securities settlement*, COMP/D1/2003/13; Final report by London Economics, February 2004.
- 33 W. Elsenburg, 'Infrastructuur van effectentransacties: werkt marktgedreven integratie?', *Economisch Statistische Berichten*, 14 mei 2004.
- 34 Een global custodian kan overigens ook als regional custodian optreden en zelf de bewaring van buitenlandse stukken regelen.
- 35 B.M. van Beek en D. van Bruggen, *De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, juridische aspecten van levering van effecten na de beurzenintegratie. Preadvises voor de Vereniging van effectenrecht 2002*, Serie Van der Heijden Instituut te Nijmegen, deel 70, 2002.
- 36 Daarnaast fungeert Euroclear NIEC (een dochter van Euroclear Nederland) in Nederland als CSD voor effecten die niet onder de Wge vallen.
- 37 Overstapkosten worden daarbij vanuit de vraagzijde geanalyseerd. De overige genoemde exogene toetredingsbarrières worden vanuit de aanbodzijde bekeken.
- 38 Er is sprake van een dominante positie als een onderneming een positie op de markt inneemt die haar in staat stelt de instandhouding van een daadwerkelijke mededinging op de relevante markt te verhinderen en het haar mogelijk maakt zich, jegens haar concurrenten, haar afnemers en, uiteindelijk, de consumenten in belangrijke mate onafhankelijk te gedragen. Zie onder meer Hof van Justitie, United Brands, 14 februari 1978, 27/76, *Jurisprudentie 1978*, 280, r.o. 65; Hof van Justitie, Hoffmann-LaRoche, 13 februari 1979, 85/76, *Jurisprudentie 1979*, 520, r.o.38; Hof van Justitie, Michelin, 9 november 1983, 322/81, *Jurisprudentie 1983*, 3461, r.o. 30; Hof van Justitie, Alsatel/Novasam, 5 oktober 1988, 247/86, *Jurisprudentie 1988*, 5987, r.o. 12.
- 39 S. Bishop and M. Walker, *The economics of EC competition law: concepts, applications and measurement*, Sweet & Maxwell, London, 2002; M. Ivaldi, B. Jullien, P. Rey, P. Seabright and J. Tirole, *The economics of tacit collusion*, Final report for DG Competition, European Commission, 2003; M. Motta, *Competition Policy: theory and practice*, Cambridge University Press, January 2004.
- 40 Recent krijgt de aandelenemissie van internetbedrijf Google veel aandacht, mede omdat dit bedrijf experimenteert met een innovatieve emissievorm (veiling op internet). Bij deze wijze van beursintroductie zou het belang van de investmentbanken geringer zijn.
- 41 The Boston Consulting Group, *Investment banking and capital markets market report 2004Q1*, New York/Frankfurt, May 2004.
- 42 Voor banken uit de EU en de EER geldt het home country control beginsel. Via de notificatieprocedure onder de Wtk dienen deze banken ook formeel een bankvergunning bij DNB aan te vragen. Voor niet EU en EER banken geldt dat zij in de praktijk veelal een entiteit in Nederland oprichten en daarna dezelfde vergunningsprocedure moeten volgen als Nederlandse banken. Zie ook: Richtlijnen 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen. PBL 126, 26.05.2000, blz. 0001 en PBL 275, 27.10.2000, blz. 37.
- 43 A. Santomero and D. Babel, *Financial markets, instruments and institutions*, 2nd edition, Boston, 2001.
- 44 'Notering is ook zonder handel handig', *Het Financieel Dagblad*, 23 januari 2004.
- 45 Euronext, *Annual Report 2003*, 23 April 2004.
- 46 Een bijzondere situatie ontstaat wanneer een beursplatform uit eigen beweging aandelen gaat noteren die reeds elders zijn uitgegeven en een notering hebben. Dit is het geval bij de handel in Nederlandse aandelen via DB en LSE. Er is hier echter geen sprake van vraag vanuit de uitgevende instellingen. Deze hoeven dan ook geen vergoeding te betalen aan DB en LSE of aan specifieke eisen te voldoen van deze beursplatforms. De initiatieven van DB en LSE liften derhalve mee op noteringen die bestaan aan Euronext Amsterdam en moeten worden gezien als een vertakking van de secundaire markt. Er is in deze beide gevallen dus geen sprake van directe concurrentie op de primaire markt.
- 47 Ervan uitgaande dat het achterliggend motief van de onderneming om investeerders aan te trekken niet wezenlijk verandert.
- 48 Door arbitrage ondervindt de evenwichtsprijs hier geen invloed van.
- 49 'Slimme vossen eten de beurs leeg', *Het Financieel Dagblad*, 15 maart 2003; 'Private equity-huizen melden zich op de beurs', *Het Financieel Dagblad*, 3 november 2003; 'Aanhoudende desertie beursfondsen', *Het Financieel Dagblad*, 12 januari 2004.
- 50 Deze eisen zijn overigens toegenomen door de code Tabaksblat.
- 51 Gebaseerd op gegevens afkomstig van de website van Euronext op 27 juli 2004.
- 52 Op basis van interviews met marktpartijen.
- 53 'Nationaal onderzoek online beleggen', *De Belegger.nl*, 14 november 2003; Commissionair, *Emerce*, 3 mei 2003; 'Internetbrokers winnen terrein', *Cash Financieel Magazine*, 18 september 2002; 'Grote banken trekken meeste online beleggers', *Emerce*, 24 februari 2000; 'Internet in trek bij beleggers', *Het Financieel Dagblad*, 3 mei 2004.
- 54 Voor specifieke voorwaarden zie het Euronext Rulebook 2004.
- 55 Deze organisatievereisten vloeien daarnaast ook voort uit de *Standards for regulated markets under the ISD*, December 1999, van FESCO, thans CESR.
- 56 Zie het Euronext Rulebook 2004.
- 57 Een clearing member is aangesloten bij een clearinghuis en vormt aldus de toegangspoort tot clearingdiensten.

- 58 Op basis van de nieuwe tariefstructuur die Euronext Amsterdam op 1 januari 2004 heeft ingevoerd is er een factor twee verschil. Als gevolg van de aanvullende kortingen die daarna door Euronext Amsterdam gegeven zijn, kan dit – afhankelijk van het aantal verrichte transacties – mogelijk oplopen tot meer dan een factor twee.
- 59 Op basis van interviews met marktpartijen.
- 60 Onderzoek van Morningstar, september 2004, op basis van gegevens afkomstig van Fefsi (Europese brancheorganisatie voor fondsbeleggers).
- 61 AFM, *Zicht op beleggingsinstellingen*, 27 april 2004.
- 62 Rabobank Groep, Persbericht: *Rabobank zet beleggingsfondsen andere aanbieders in etalage*, 10 september 2004; 'Rabobank biedt in één klap 132 beleggingsfondsen van derden aan', *Het Financieele Dagblad*, 11 september 2004; 'Postbank start aanbieden beleggingsfondsen derden', *De Telegraaf*, 16 januari 2004; 'Fortis start verkoop beleggingsfondsen van concurrenten', *Het Financieele Dagblad*, 7 juli 2004; 'Fondsen vechten om schap banken', *Het Financieele Dagblad*, 19 februari 2004.
- 63 'Standard & Poor's hekelst kosten beleggingsfondsen', *Het Financieele Dagblad*, 27 november 2003; 'Fondsen zeer zwijgzaam over kosten', *Het Financieele Dagblad*, 27 november 2003; 'Veel onbegrip over scherpe tariefsverhoging door Robeco', *Het Financieele Dagblad*, 3 juli 2004; 'Robeco verhoogt kosten 30 procent', *Volkscrant*, 6 juli 2004; 'Fondsen vechten om distributiepunt', *Het Financieele Dagblad*, 7 juli 2004; 'ABN verhoogt tarieven voor fondsbeheer', *Het Financieele Dagblad*, 29 september 2004; 'Wij gaan mee in de prijsverhoging', *Het Financieele Dagblad*, 29 september 2004.
- 64 Standard & Poor's Fund Services Nederland, 2003.
- 65 In het Nederlandse systeem hanteren beleggingsfondsen met een beursnotering aan Euronext Amsterdam een spread rondom de intrinsieke waarde. Door de spread betaalt de klant bij aankoop van een fonds meestal een opslag op de werkelijke waarde, dat wil zeggen boven op de intrinsieke waarde van de beleggingen in het fonds. Bij verkoop vindt juist veelal een beperkte afslag van de werkelijke waarde plaats. Deze op- of afslag wordt in de prijs van het fonds verwerkt en varieert voor de meeste fondsen van 0% tot 3,5%.
- 66 'Schade Euronext beperkt bij vertrek beleggingsfondsen', *Het Financieele Dagblad*, 25 februari 2004; 'Beleggingsfonds kan beurs missen', *Het Financieele Dagblad*, 23 februari 2004.
- 67 Robeco persbericht, *Concentratie van fondsen in Luxemburg brengt transparantie in kostenstructuur*, 15 december 2003; 'Robeco stuit in Europa op vage opbouw kosten', *Het Financieele Dagblad*, 22 april 2004; 'Beleggingsfondsen onder knoet beurseries', *Het Financieele Dagblad*, 19 december 2003.
- 68 'Europese slag om handel in AEX fondsen van start', *Het Financieele Dagblad*, 17 november 2003.
- 69 'Beurshandel houdt vast aan Amsterdam', *Het Financieele Dagblad*, 25 mei 2004; 'Beurs Londen start handel in Nederlandse aandelen', *Volkscrant*, 25 mei 2004; 'Handel AEX fondsen op LSE dinsdag mager', *Het Financieele Dagblad*, 26 mei 2004; 'Euronext is rond met opvolger George Möller', *Het Financieele Dagblad*, 27 mei 2004; 'Een beursconcurrent met 2 procent', *NRC Handelsblad*, 29 mei 2004; 'Euronext plans further tariff cuts', *Financial Times*, 7 July 2004; 'Londense beurs trekt nauwelijks handel weg', *Het Financieele Dagblad*, 15 juli 2004; 'Opleving van beurshandel via Londen', *Het Financieele Dagblad*, 19 juli 2004; 'Euronext betwist cijfers Londense beurs', *Het Financieele Dagblad*, 21 juli 2004; London Stock Exchange, *EUROSETS Dutch Trading Service goes live with 150.000 orders*, 25 May 2004; London Stock Exchange, *Monthly market report for July 2004*, 9 August 2004; 'Beurshandel laat Frankfurt links liggen', *Het Financieele Dagblad*, 21 november 2003.
- 70 Euronext, *Cash markets: Trading, fees applicable in 2002*, 1 January 2002; Euronext, *Euronext cash market fees*, 2004; Euronext, *Dutch cash market update*, Issue 3, 23 April 2004; Euronext, *Dutch cash market update*, Issue 6, 7 June 2004; Euronext, *Euronext introduces reward scheme for active orders in Dutch securities – European football championships*, 19 May 2004; 'Price war looms as Euronext cuts fees', *Financial Times*, 8 April 2004; '
- 71 De ATP-status op Euronext is geen lidmaatschap.
- 72 'Europese slag om handel in AEX-fondsen van start', *Het Financieele Dagblad*, 17 november 2003; 'Beurshandel laat Frankfurt links liggen', *Het Financieele Dagblad*, 21 november 2003; 'Customers threaten exchanges over fees', *Financial Times*, 24 November 2003; Deutsche Börse Group, *Rising liquidity in trading of Dutch equities on Xetra*, 12 February 2004; Deutsche Börse Group, Reporter, *Cash market: Dutch equity segment opens in Xetra*, December 2003; Deutsche Börse Group, *Dutch equity segment on Xetra to be launched on November 17*, 13 November 2003.
- 73 Daarnaast moeten brokers overigens ook kosten voor clearing en settlement betalen aan LCH.Clearnet en Euroclear (in geval van handel via LSE) respectievelijk aan Eurex Clearing en Clearstream (in geval van handel via DB).
- 74 'Banken dwingen Euronext tot concurrentie', *Het Financieele Dagblad*, 26 januari 2004.
- 75 Nederlandse banken hebben veelal onder andere om die redenen hun relatie met Clearstream aangepast.
- 76 E. Gonlag, 'De zesde Engelse oorlog', *Bank- en effectenbedrijf*, april 2004.
- 77 Laatstelijk gewijzigd december 1999.
- 78 C. Di Noia, *Competition and integration among stock exchanges in Europe: network effects, implicit mergers and remote access*, Working paper 98-03, University of Pennsylvania, 1998; I. Hassan and H. Schmiedel, *Do networks in the stock exchange industry pay off: European evidence*, Bank of Finland discussion paper no. 2, 2003.
- 79 R. Lee, *What is an exchange*, Oxford University Press, London, 2002.

- 80 Tweezijdigheid houdt in dat twee klantgroepen A en B verschillende producten 1 en 2 afnemen, waarbij de waarde van product 1 voor klant A toeneemt naarmate de afzet van product 2 aan klantgroep B toeneemt en vice-versa. Er kan op dergelijke markten sprake zijn van 'sneeuwbaaleffecten' die in hoge mate bepalend zijn voor de marktposities van aanbieders. Zie ook: Oxera, *Trading punches. Competition between exchanges*, Competing ideas, February 2004.
- 81 Dit impliceert niet dat er ook sprake is van formele integratie in de zin van zeggenschap.
- 82 Euronext, Next Update, *Afwikkeling van transacties, onbekend maar belangrijk*, nr. 14, oktober 2003.
- 83 LCH.Clearnet Group is verantwoordelijk voor de clearing van transacties voor de Euronextbeurzen in Amsterdam, Brussel, Parijs, Portugal en London. Eurex Clearing AG is een 100% dochter van Deutsche Börse AG en treedt op als clearinghuis en CCP bij alle handelstransacties die op DB worden uitgevoerd.
- 84 European Commission Competition DG, *Overview of EU25 securities trading, clearing, central counterparties and securities settlement*, COMP/D1/2003/13, Final report by London Economics, February 2004. Zie ook COMP/38.096: PO – *Clearstream (clearing and settlement)*, 2 juni 2004.
- 85 *ECB Maandbericht*, augustus 2001, blz. 71-79.
- 86 OFT, *Anticipated merger of Banque Centrale de Compensation SA and the London Clearing House Ltd*, 11 August 2003.
- 87 Novatie waarborgt anonimiteit, vermindert risico's en maakt netting gemakkelijker.
- 88 Banken en beleggingsondernemingen kunnen op basis van het hun via de Richtlijn Beleggingsdiensten verleende Europees paspoort over de grenzen heen bewaarnemings- en afwikkelingsdiensten aanbieden, terwijl andere aanbieders van clearing en settlementdiensten dan banken en beleggingsondernemingen niet over deze mogelijkheid beschikken.
- 89 Clearnet, *Legal Framework*, 2004.
- 90 Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, *Clearing en afwikkeling in de Europese Unie. Een strategie voor de toekomst*, COM (2004) 312 def., Brussel, 28 april 2004.
- 91 G. Niels, F. Barnes and R. van Dijk, *Unclear and unsettled. The debate on competition in the clearing and settlement of securities trades*, ECLR, 2003, issue 12; K. Lannoo and M. Levin, *The securities settlement industry in the EU structure. Costs and the way forward*, CEPS research report, December 2001; The Giovannini Group, *Cross-Broder clearing and settlement arrangements in the European Union*, November 2001; Giovannini Group, *Second report on EU clearing and settlement arrangements*, April 2003.
- 92 Euroclear Plc is eigenaar van Euroclear Nederland, Euroclear NIEC en Euroclear Bank. Euroclear Bank biedt naast settlement van transacties ook cash settlement aan. In beginsel verzorgt DNB de settlement van de corresponderende betalingen (cash settlement). Tot het eind van de jaren negentig werd in Nederland de settlement van betalingen verricht door de Kas Bank. Vanwege de hoger wordende bedragen die met settlement gemoeid zijn en de hiermee verbonden toenemende systeemrisico's heeft DNB deze functie toen overgenomen. Betalingen in niet-eurovaluta's worden overigens nog steeds via de Kas Bank afgewikkeld.

- 93 Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, *Clearing en afwikkeling in de Europese Unie. Een strategie voor de toekomst*, COM (2004) 312 def., Brussel, 28 april 2004.
- 94 OFT, *Review of the impact of the Financial Services and Markets Act 2000 on competition*, March 2004.
- 95 ABN AMRO heeft onlangs besloten haar Europese effectenbeheerbedrijf uit te besteden aan State Street, een van de grootste custodians ter wereld. De Mellon Group zal de bewaardiensten blijven verzorgen. ABN AMRO, *ABN AMRO Asset Management besteedt investment operations services uit aan State Street Corporation*, Amsterdam, 14 mei 2004. ING werkt samen met de bank of New York op het gebied van effectenbewaardiensten aan institutionele beleggers in Europa. De Rabobank zal vanaf 2005 gezamenlijk met de Belgische bank KBC een grensoverschrijdend platform opzetten voor de verwerking van effectentransacties. Zie: COMP/M.3509-KBC/Rabobank-14.09.2004.
- 96 Zie ook www.globalcustody.net; Global custodian, *Review of agent banks in major markets*, 2003.
- 97 Zie ook: OECD, *Future prospects for national financial markets and trading centres*, 2001.
- 98 IBC-congres, *International securities settlement*, Londen, 11 February 2004. Custodians maken in hun tarifiering een onderscheid tussen retail- en wholesale-klanten. Retailklanten betalen over het algemeen een hoger tarief voor een traditioneel product en zijn relatief honkvast.
- 99 Kas Bank, *Schaalvoordelen in de custodiymarkt*, oktober 2001.
- 100 International Financial Services London, *Securities Dealing*, February 2001; CEPS, *The securities settlement industry in the EU. Structure, costs and the way forward*, December 2001.
- 101 Euroclear, *Euroclear Bank centralises cross-border settlement for Euronext and London*, 25 August 2004; LCH.Clearnet, *Settlement connect launched for Dutch equity markets*, Paris, 7 september 2004.
- 102 Zie bijvoorbeeld: BNP Paribas, *Annual report 2003*; Citigroup, *Annual report 2003*.
- 103 Zie ook www.globalcustody.net.
- 104 M.J. Peters, *Clearing, settlement and taxation in securities markets*, april 2003; B.M. van Beek en D. van Bruggen, *De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, juridische aspecten van levering van effecten na de beurzenintegratie. Preadvis voor de Vereniging van effectenrecht 2002*, Serie Van der Heijden Instituut te Nijmegen, deel 70, 2002.
- 105 W. Eisenburg en M. Teunisse, 'Clearing en settlement in Europa', *Bank- en Effectenbedrijf*, maart 2003; W. Eisenburg, 'Infrastructuur van effectentransacties. Werkt marktgedreven integratie?', *Economisch Statistische Berichten*, 14 mei 2004.
- 106 Onder Wge-aandelen worden aandelen verstaan ten aanzien waarvan het centraal instituut heeft bepaald dat zij tot een verzameldepot en een girodepot in de zin van de wet kunnen behoren (zie ook artikel 1 Wge).
- 107 Centrale registratie door één instituut (de kadasterfunctie) vervult vanuit het oogpunt van zekerheid en stabiliteit voor het effectenverkeer een belangrijke rol.
- 108 Euroclear NIEC biedt registratie aan van niet-Wge-effecten, het administratiekantoor VABEF II houdt zich bezig met buitenlandse bewaring.

- 109 Ter illustratie: het girodepot van Euroclear Nederland omvat momenteel ongeveer ter waarde van EUR 700 miljard aan effecten, waarbij het ongeveer 10 miljoen materiële effecten in de kluis heeft liggen.
- 110 G. Niels, F. Barnes and R van Dijk, *Unclear and unsettled. The debate on competition in the clearing and settlement of securities trades*, ECLR, 2003, issue 12; OFT, *Review of the impact of the Financial Services and Markets Act 2000 on Competition*, March 2004.
- 111 Effecten die in het girale effectenverkeer zijn opgenomen, liggen in een *verzameldepot*. Het verzameldepot voor één bepaald aandeel bestaat uit een voordepot en een girodepot (art. 9-15 Wge). Elk aandeel wordt door één aangesloten instelling beheerd. Een voordepot bestaat uit dat deel van de bij de aangesloten instelling in bewaring gegeven effecten, dat zij onder zich houdt ten behoeve van een vlot verlopend in- en uitleveringsverkeer. Het beheer van het voordepot berust bij een aangesloten instelling, het beheer van het girodepot berust bij het centraal instituut.
- 112 Een aangesloten instelling kan via een aansluiting bij Euroclear Nederland bijvoorbeeld toch aandelen houden van Société Generale die bij Euroclear France staan geregistreerd. Cross-border settlement van transacties via die links is echter nog een kostbare zaak.

Hoofdstuk 5

- 1 MDW werkgroep Overstapkosten, *Kosten noch moeite*, juni 2003; D. Cruickshank, *Competition in UK banking*, March 2000; Competition Commission, *The supply of banking services by clearing banks to small and medium-sized enterprises, a report on the supply of banking services by clearing banks to small and medium-sized enterprises within the UK*, 2002.
- 2 Het begrip 'MKB-ondernemingen' is lastig te definiëren. In dit onderzoek wordt het pragmatisch gedefinieerd als bedrijven die door de banken als MKB-ondernemingen worden behandeld. Zie in dit kader ook NEI, *Fusies en overnames in het Nederlandse Bankwezen*, Rotterdam, juli 2000.
- 3 P.D. Klemperer, Competition when Consumers have Switching Costs, *Review of Economic Studies*, 62(4), 1995, blz. 515 – 539; OFT, *Switching costs (Economic discussion paper 5)*, April 2003; MDW-werkgroep Overstapkosten, *op. cit.*; Competition Commission, *op. cit.*
- 4 OFT, *op. cit.*
- 5 In het Engels wordt gebonden ook wel aangeduid als *locked in*.
- 6 We hebben immers gezien dat er ruimte is om aan bestaande afnemers een relatief hoge prijs te vragen.
- 7 P.D. Klemperer, *op. cit.*

- 8 Voorzover het niet mogelijk is te discrimineren tussen oude en nieuwe afnemers, dienen aanbieders een afweging te maken tussen lage prijzen om nieuwe klanten te trekken en hoge prijzen om extra opbrengsten te genereren vanuit de bestaande klantengroep. In deze situatie is het aannemelijk dat het marktaandeel van een aanbieder bepalend is voor de prijs. Aanbieders met een hoog marktaandeel zullen geneigd zijn om te kiezen voor het verdienen aan hun bestaande klanten door de prijzen relatief hoog te zetten. Aanbieders met een klein marktaandeel zullen geneigd zijn om te focussen op het werven van nieuwe klanten door het zetten van een relatief lage prijs. Als een markt relatief geconcentreerd is, kunnen overstapkosten in dit geval dus een prijsopdrijvende werking hebben.
- 9 NMA, *Monitor Financiële Sector 2003*
- 10 M. Kim, D. Kliger and B. Vale, Estimating switching costs: the case of banking, *Journal of Financial Intermediation*, nr. 12, 2003, blz. 25-56.
- 11 A.W.A. Boot en A. Schmeits, Challenges to competitive banking: a theoretical perspective, *Research in Economics* 52, blz. 255-270, 1998.
- 12 'Concurrentie neemt aspecten Rabo-model over', *Het Financieel Dagblad*, 2 februari 2003; 'Banken zoeken klant weer op' en 'Banken openen hun deuren weer', *Het Financieel Dagblad*, beide 5 juli 2004.
- 13 A.W.A. Boot en A. Schmeits, *op. cit.*, zeggen hierover: "The relationship puzzle has no obvious solution. Relationships may foster the exchange of information, but may simultaneously give lenders an information monopoly and undermine competitive pricing".
- 14 Uiteraard hebben concurrerende banken wel toegang tot andere informatiebronnen zoals bijvoorbeeld registratie bij de BKR, de belastingaangiften van de afgelopen jaren en de jaarrekeningen.
- 15 Dit geldt uiteraard niet voor kredieten die 100% zijn gedekt door zekerheden.
- 16 Competition Commission, *op. cit.*
- 17 Kwaliteit van de relatie en het door de bank aangeboden serviceniveau zijn de belangrijkste parameters in de keuze voor een bepaalde bank. Locatie en tarieven zijn ook van belang, maar leggen minder gewicht in de schaal.
- 18 Banking Services Consumer Codes Review Group, *Cracking the Codes for Banking Customers*, 2001.
- 19 OFT, *Banking services to small and medium sized enterprises*, December 2002.
- 20 In de praktijk blijken concurrerende banken hier echter nauwelijks naar te vragen, aangezien zij bang zijn dat de huisbankier wordt gealarmeerd en dan een beter bod zal doen aan de onderneming.
- 21 Het rapport merkt hierover op: "Hence a requirement to have a current account appears to limit choice, and generally has much the same effect of bundling the current account and the loan or deposit, thus it appears to restrict competition."
- 22 Kredietverlening die gekoppeld is aan een bepaald onderpand, zoals factoring en leasing.
- 23 In het geval van factoring wordt de zekerheid gevormd door de debiteuren van de debiteur.

- 24 Het betreffen de volgende financiële instellingen: ABN AMRO Bank, Rabobank, ING Bank, Postbank, Fortis Bank, SNS Bank, F. van Lanschot Bankiers en Friesland Bank.
- 25 Uiteraard is dit een generalisatie, er zal ook een minderheid van ondernemers zijn voor wie dit anders ligt.

Hoofdstuk 6

- 1 Met een pinbetaling wordt bedoeld een betaling met een betaalpas ('debit card') waarbij het bedrag in principe direct van de rekening wordt afgeschreven. In Nederland gaat het betalen met een dergelijke betaalpas altijd gepaard met het intoetsen van een pincode, maar in andere landen hoeft dit niet het geval te zijn. In het buitenland komt het ook voor dat een consument naar zijn handtekening gevraagd wordt in plaats van het intoetsen van een pincode.
- 2 De genoemde Engelstalige begrippen zijn in de markt gebruikelijk en worden om die reden onvertaald gelaten.
- 3 Deze organisatie is momenteel nog in oprichting. In de tekst wordt uitgegaan van de situatie medio 2004. Zie persbericht Interpay 'Brands & Licences-organisatie vergroot markttransparantie en concurrentie' van 3 maart 2004.
- 4 De internationale vergelijking van tarieven is gebaseerd op de eindrapportage van de Werkgroep Wellink, *Tariefstructuren en infrastructuur in het Nederlandse massale betalingsverkeer*, maart 2002, blz. 84.
- 5 De internationale vergelijking van penetratiegraden is gebaseerd op Retail Banking Research Ltd. (RBR), *Payment Cards in Europe 2004*, Londen, 2003
- 6 D. Cruickshank, *Competition in UK banking*, 2000, D3.6, blz. 259.
- 7 Dit is een enigszins vereenvoudigde uitleg. De toepassing van MIV's kan ook door andere motieven worden ingegeven. Zie ook: M.A. Bergman, 'Payment system efficiency and pro-competitive regulation', *Pennig- och valutapolitik*, no. 4, 2003 en J. Rochet and J. Tirole, *Two-sided markets: an overview*, IDEI working paper, March 2004.
- 8 RBR, *op. cit.*

Hoofdstuk 7

- 1 In *Monitor Financiële Sector 2003* van de NMa is reeds ingegaan op een deelaspect van dit onderwerp, namelijk minderheidsdeelnemingen.
- 2 Zie de beschikking van de Commissie van 8 november 2001 in zaak M.2567: Nordbanken – Postgirot en de beschikking van de Commissie van 8 april 1999 in zaak M.1453: AXA – GRE.

- 3 Zie voor voorbeelden van zeggenschap op grond van feitelijke beslissende invloed bijvoorbeeld het besluit van de d-g NMa van 13 december 2000 in zaak 2169: ABP – VIP, het besluit van de d-g NMa van 15 augustus 2002 in zaak 3040: NPL – SUFA en het besluit van de d-g NMa van 20 augustus 1998 in zaak 768: VNU – Geomatic waarin een minderheid van de aandelen volgens de NMa desalniettemin zeggenschap opleverde.
- 4 R. Reynolds and B. Snapp, 'The competitive effects of partial equity interests and joint ventures,' *International Journal of Industrial Organization* 1986, 4, blz. 141-153.
- 5 D. O'Brien and S. Salop, 'Competitive effects of partial ownership. Financial interest and corporate control,' *Antitrust Law Journal*, 2000, 67, blz. 559-614.
- 6 T. Bresnahan and S. Salop, 'Quantifying the competitive effects of horizontal joint-ventures among competitors', *International Journal of Industrial Organization*, 1986, 4, blz. 155-176.
- 7 Op dit analysekader is kritiek gekomen door J. Dubrow, 'Challenging the economic incentives analysis of competitive effects in acquisition of passive minority equity interest', *Antitrust Law Journal*, 2001, Vol. 69, blz. 113-145, waarop vervolgens D. O'Brien and S. Salop weer hebben gereageerd: 'The competitive effects of passive minority equity interests: reply', *Antitrust Law Journal*, 2001, Vol. 69, blz. 611-625. Parallel zijn economische analyses verricht door D. Flath, 'Horizontal shareholding interlocks', *Managerial and Decision Economics*, 1992, Vol. 13, blz. 75-77; C. Maxwell and J. Parsons, *A paradox in measuring corporate control*, 1999, <http://ssrn.com/abstract=234428>; voor de Nederlandse financiële sector zie E. Dietzenbacher, B. Smit and B. Volkerink, 'Horizontal integration in the Dutch financial sector', *International Journal of Industrial Organization*, 2000, Vol. 18, blz. 1223-1242; G. Vega and J. Campos, *Concentration measurement under cross-ownership. An application to Spanish electricity sector*, Working paper 2002-06, University of Las Palmas, 2002. In 2003 hebben de gezamenlijke Scandinavische mededingingsautoriteiten gebruikgemaakt van de inzichten uit de literatuur en een toepassing gegeven voor de Scandinavische elektriciteitsmarkten.
- 8 Overigens biedt ook het maken van een Bertrand-aanname mogelijkheden om het effect van de minderheidsdeelneming te kwantificeren, in de vorm van een gewijzigde *price pressure index (PPI)*. Hiermee kan het effect op de individuele onderneming worden weergegeven (in tegenstelling tot de marktbrede HHI). De uitkomst van de analyse wijst evenwel in dezelfde richting als die op grond van de Cournot-aanname. Een nadeel van het gebruik van de PPI ten opzichte van de HHI is de grotere hoeveelheid benodigde gegevens (met name inschattingen van marginale kosten).
- 9 HHI staat voor de Herfindahl-Hirschmann Index, zijnde de som van de kwadraten van de marktaandelen.
- 10 Zie E. Moavero Milanesi and A. Winterstein, 'Minority shareholdings, interlocking directorships and the EC competition rules. Recent Commission practice', *Competition Policy Newsletter*, 2002, no. 1, blz. 15.

- 11 Vgl. E. Heemskerk, *Inter firm relations and corporate power in the Netherlands*, Universiteit van Amsterdam, 2001, blz. 12.
- 12 *Ibid*, blz. 18.
- 13 Zie E. Moavero Milanesi and A. Winterstein, *op. cit.*, blz. 15.
- 14 Zie jaarverslagen 2003 van de NVB en het Verbond van Verzekeraars.
- 15 Zie Richtsnoeren voor de beoordeling van horizontale fusies op grond van de Verordening van de Raad inzake de controle op concentraties van ondernemingen, PbEU 5.2.2004, 2004/C 31/03, c31/5, nr. 20.
- 16 Zie Heemskerk, *op. cit.*, blz. 58.
- 17 Het onderzoek is uitgevoerd naar verbanden op holding niveau. Er is niet gekeken naar eventuele verbanden tussen dochterondernemingen van de financiële concerns. De Rabobank is niet meegenomen in dit onderzoek aangezien het geen beursgenoteerde onderneming is.
- 18 REACH bevat gegevens over de functies van bestuurders (incl. commissarissen) van de 5.000 grootste bedrijven in Nederland.
- 19 Zie de besluiten van de d-g NMa van 13 september 2004 in zaak 4100: Sdu-Ten Hagen & Stam, van 17 juli 2000 in zaak 1710: Schuitema – A&P, van 3 januari 2001 in zaak 2198: Schuitema – Sperwer alsmede het besluit van de d-g NMa van 29 juli 2004 in zaak 318: ACS.
- 20 Zie voor een tegengestelde opvatting R.A. Struijlaart, *Minderheidsparticipaties beneden de zeggenschapsdrempel van het concentratietoezicht krachtens het Mededingingswet: Behandeling onder de artikelen 6 en 24 Mw*, Praktijkboek Mededingingswet (Elsevier Juridisch), Den Haag, 2004., blz. 5. Hieruit blijkt dat de auteur van mening is dat de artikelen 6 en 24 van de Mededingingswet de aangewezen weg zijn om verwevenheid te beoordelen.
- 21 Zie de beschikking van de Commissie van 2 april 2004 in zaak 2876: Newscorp – Telepíu.
- 22 Zie het besluit van de d-g NMa van 13 september 2004 in zaak 4100: Sdu – Ten Hagen & Stam.
- 23 Zie de beschikking van de Commissie in zaak M.2567: Nordbanken – Postgirot, *op. cit.*, en de beschikking van de Commissie in zaak M.1453: AXA – GRE, *op. cit.*.
- 24 Zie gevoegde zaken 142 en 156/84, Jur. (1987), 4487 (BAT and Reynolds/ Commissie; 'Phillip Morris').
- 25 Zie R.A. Struijlaart, *op. cit.*, blz. 10-16, voor een nadere bespreking van het Philip Morris-arrest.
- 26 Zie het besluit van de d-g NMa van 29 juli 2004 in zaak 318: ACS.
- 27 PbEG 1993/L 116/21, Warner-Lambert e.a. – Gillette.
- 28 Zie R.A. Struijlaart, *op. cit.*, blz. 20.

Hoofdstuk 8

- 1 N.M. Duykers en J.J. May, 'Monitoring van concurrentie in de financiële sector', *Economisch Statistische Berichten*, 25 juni 2004.
- 2 ABN AMRO Holding, ING Bank, Rabobank, Fortis Bank en SNS Bank.

- 3 Zie voor uitleg van dit concept en gerelateerde concepten: G.B. Stewart, *The quest for value*, New York, 1991.
- 4 Competition Commission, *The supply of banking services by clearing banks to small and medium-sized enterprises*, March 2002. Het door de CC gevonden percentage (13%) is in dit onderzoek afgerond naar boven tot 15%.
- 5 Competition Commission, *op. cit.*
- 6 1997 ontbreekt voor Fortis Bank en Rabobank door het ontbreken van data over de FAB ultimo 1996.
- 7 Hier is geen zekerheid over te geven zonder toedeling van eigen vermogen aan de Nederlandse operatie.
- 8 Zie: J. Maudos, J.M. Pastor, F. Perez and J. Quesada, 'Cost and profit efficiency in European banks', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, no. 12, 2002, blz. 33-58; J.W.B. Bos en H. Schmiedel, *Comparing efficiency in European banking. A metafrontier approach*, Toezichtreeks DNB no. 57, 2003.
- 9 J.A. Bikker, *Efficiency and cost differences across countries in a unified European banking market*, Toezichtreeks DNB, nr. 34, 2001.
- 10 D. Cruickshank, *Competition in UK banking*, March 2000, Annex C, p. 223.
- 11 Ibbotson Associates, www.ibbotson.com.
- 12 Op basis van de CAPM-formule:
kostenvoet eigen vermogen = risicovrije rendement + bèta x marktrisico.

Overname van teksten, tabellen en grafieken is toegestaan,
met bronvermelding. Aan de inhoud van deze publicatie
kunnen geen rechten worden ontleend.

Tekst en samenstelling

NMa, Den Haag

Productie

Vorm en Vent, Amsterdam

NMa-B/MFS-nov2004

NMa
Postbus 16326
2500 BH Den Haag

Bezoekadres
Wijnhaven 24
2511 GA Den Haag

T (070) 330 33 30
F (070) 330 33 70

Informatielijn 0800-023 18 85

E-mail info@nmanet.nl
Internet www.nmanet.nl